

DES MARCHÉS A TERME sur devises étrangères

THÈSE pour le DOCTORAT

Es-Sciences Juridiques

Présentée et soutenue le Samedi 10 Mars 1923, à 3 h.

par

RENÉ BERLAND

Docteur ès sciences politiques et économiques.

Président : M. PERCEROU, professeur,

Suffragants : { *MM. RIST, Professeur.*
GERMAIN-MARTIN, Professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

*Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies
F. Pichon et Durand-Auzias, Administrateurs*

LIBRAIRIE DU CONSEIL D'ÉTAT ET DE LA SOCIÉTÉ DE LÉGISLATION COMPARÉE
20. Rue Soufflot, 5 arr.

— 1923 —

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

DES MARCHÉS A TERME
sur devises étrangères



Digitized by the Internet Archive
in 2026

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DES MARCHÉS A TERME sur devises étrangères

THÈSE pour le DOCTORAT

Es-Sciences Juridiques

Présentée et soutenue le Samedi 10 Mars 1923, à 3 h.

par

RENÉ BERLAND

Docteur ès sciences politiques et économiques.

Président : M. PERCEROU, professeur,

Suffragants : { *MM. RIST, Professeur.*
GERMAIN-MARTIN, Professeur.

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

F. Pichon et Durand-Auzias, Administrateurs

LIBRAIRIE DU CONSEIL D'ÉTAT ET DE LA SOCIÉTÉ DE LÉGISLATION COMPARÉE

20. Rue Soufflot, (5 arr.)

— 1923 —

ÉCOLE DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DES MATHÉMATIQUES / THÈME

sur les lois physiques

THÈSE POUR LE DOCTORAT

2



INTRODUCTION

Avant de se séparer, les membres de la Commission financière de la Conférence de Gênes ont adressé aux gouvernements intéressés un rapport dans lequel ils examinent les difficultés financières présentes ainsi que les remèdes appropriés. Parmi les réformes jugées indispensables pour hâter le retour à une situation économique normale, l'abrogation de toute mesure de contrôle des opérations de change et la création d'un marché à terme des devises ont particulièrement retenu l'attention des experts.

« Il est désirable, dit l'article 15, qu'un marché de change à terme, organisé d'une façon adéquate, soit établi là où il n'existe aucun marché de ce genre. Il a été suggéré que, dans tout pays où l'entreprise privée s'est montrée incapable d'organiser aucun marché, la Banque Centrale devrait accorder des facilités à cet égard, sans s'exposer elle-même aux risques d'un change découvert ! Il pourrait être utile, par exemple, d'accorder aux banques et établissements financiers reconnus, des facilités pour convertir les opérations de change à l'étranger, effectuées au comptant, en opérations à terme, par un système de reports sur les changes étrangers ; la cote de ces banques et établissements financiers s'appliquerait à l'opération double comprenant simultanément l'opération au comptant dans un sens et une opération à terme dans l'autre sens.

Elle n'a pas pour objet, ainsi qu'il est facile de s'en rendre compte, la soutenance de quelque docte thèse sur la crise des changes et les remèdes pour la faire cesser ; elle se contente d'exposer une question, en apparence très complexe, qui joue un rôle capital dans l'économie des peuples. Ainsi simplifié, ce travail réalisera-t-il parfaitement nos aspirations ? Nous ne le pensons pas. Nous avons pleinement conscience de ses faiblesses et de ses lacunes. Aussi demandons-nous la permission d'exposer les difficultés que nous avons rencontrées sur notre route afin que l'indulgence du lecteur nous soit acquise.

Un premier obstacle, provenant de la nouveauté du sujet, consiste en la rareté de documentation. Avant la guerre, tous les économistes ont sans doute consacré les uns un chapitre, les autres un livre entier, à de savantes dissertations sur le change, et sur les procédés habituels qui assuraient le règlement des dettes internationales ; mais aucun d'eux n'a étudié la question des marchés à terme, tels que les a esquissés la Commission financière de Gênes ou le rapport de la Semaine de la Monnaie, pour l'excellente raison que leur pratique était inconnue. A l'égard d'un change qui se tenait bien sagement dans les limites du classique « gold point », les marchés au comptant donnaient satisfaction à tous et il ne venait à l'idée de personne qu'il pût être utile de traiter les opérations de change avec le même honneur que les transactions de valeurs mobilières. La guerre vint. Là, encore, des arrangements interalliés maintinrent artificiellement le change à son cours du temps de paix, et il n'y eut pas lieu de recourir à d'autres errements sur le marché. C'est seulement après la signature du traité de paix que cha-

que l'Etat reprit sa liberté financière et que les variations du change vinrent d'abord troubler, puis entraver les échanges commerciaux de peuple à peuple. Devant la gravité de la situation, les gouvernements se sont efforcés d'y remédier — soit en abordant le problème par sa face économique et en faisant de la reconstruction de l'Europe la condition du retour des devises au pair, soit en envisageant le côté monétaire de la question et en voyant dans la valorisation progressive de la monnaie le moyen assuré de la stabilité des cours (1), — mais aucun d'eux n'a pensé qu'il serait peut-être plus sage d'organiser le présent avant de songer à l'avenir et que l'état actuel du marché des devises exigeait, pour s'adapter aux circonstances économiques, la création d'un organe nouveau. Ce n'est que tout dernièrement, lors de la Conférence de Gênes, qu'un vœu a été émis dans ce sens. Déjà réalisé en certains pays, la Belgique, la Hollande, l'Allemagne, par exemple, il reste encore à l'état virtuel en France et en Angleterre. Son extrême jeunesse explique la raison qui a poussé, jusqu'à ce jour, la majorité des auteurs à se désintéresser de la question, et montre la difficulté que nous avons éprouvée à réunir quelques renseignements.

Le deuxième écueil que nous avons eu à éviter réside en de fâcheuses confusions qu'une similitude de terminologie nous portait à faire. Les marchés à terme sur devises étrangères, bien qu'étant de même nature que les opérations du même nom sur valeurs mobilières, présentent avec ces dernières des différences bien tranchées : dissemblance d'objet, d'intermédiaires, d'emplacement. Leur diversité est éga-

(1) *Foreign Exchange, during and after the War*, par T. E. Gregory (Préface).

lement moindre ; les marchés à primes, les reports, si couramment pratiqués dans les bourses de valeurs et bien que pouvant théoriquement se concevoir en matière de devises, ne figurent pas parmi les transactions quotidiennes auxquelles elles se prêtent. Aussi n'envisagerons-nous, au cours des chapitres suivants, que les contrats correspondant aux marchés à terme fermes de Bourse ; pour la même raison, nous ne retiendrons parmi les règlements qui régissent le marché des valeurs que les prescriptions qui sont appliquées ou applicables aux opérations sur devises.

Le dernier obstacle que nous avons eu à surmonter n'est pas le moindre. Devant la pénurie documentaire dont nous avons fait raison, nous avons été amenés à consulter un certain nombre de praticiens et nous avons été frappés de la diversité de leurs appréciations sur des questions identiques. Tel, par exemple, voit en la spéculation la cause prédominante de la dernière crise financière, alors qu'un autre estime, au contraire, qu'elle n'aurait pas eu lieu si les capitaux, mis au service de la même spéculation, eussent été suffisants. Celui-ci pense que l'organisation du futur marché français, pour répondre parfaitement aux besoins des intéressés, doit se modeler sur celle de la place de Londres : celui-là est d'avis que, si on déroge aux préceptes de la Caisse de liquidation anversoise, il n'y a pas de salut possible.

A la réflexion, pareille dissemblance de jugements n'a pas à étonner. Nous sommes ici dans le domaine des faits. Les phénomènes économiques que nous étudions sont en rapport étroit avec l'activité humaine et chacun est porté à les juger différemment selon qu'ils réalisent ou non ses espérances. Comme les aspirations individuelles, ils sont mobiles, ins-

tables, variés ; ils sont rebelles à toute classification rigide et ne consentent à se ranger sous l'étiquette d'une loi qu'à la condition de garder leur liberté d'allure. Il nous a donc fallu, en chaque cas particulier, examiner si le fait constaté, tout en s'écartant de la règle générale, n'en infirmait pas la portée ou si, au contraire, l'exception qu'il créait ne sapait pas définitivement une formule admise jusqu'à ce jour. Nous nous sommes efforcés d'abandonner toute idée préconçue et d'adopter dans chaque espèce la solution que les lois économiques et les Codes nous ont inspirée. Sur ce dernier point, nous n'avons pas la prétention d'avoir parfaitement réussi, trop heureux que nous sommes d'avoir pu éviter le reproche de partialité.

Qu'il nous soit enfin permis, comme pérération à ce trop long avertissement, d'émettre un vœu : A la fin du xvii^e siècle, un vieil auteur, José de la Véga, écrivait le premier ouvrage qui fût encore paru sur les opérations de Bourse et le baptisait : *Confusion de Confusiones*. Si, en parcourant ces pages, le lecteur est tenté de répéter avec le vénérable ancêtre portugais : « Confusion de Confusiones », nous souhaitons que son reproche s'adresse au sujet choisi et non à la manière dont nous l'avons traité !

PREMIÈRE PARTIE

Des marchés à terme au point de vue économique

TITRE I

La question des Marchés à terme sur devises étrangères.

Le présent titre sera consacré à l'aspect économique du sujet. Il comprendra trois chapitres. Le premier nous permettra de définir ce qu'on entend par marché à terme et d'examiner les diverses règles auxquelles est subordonné son fonctionnement dans la plupart des places ; dans le deuxième, nous rechercherons comment se forment les prix et quelles influences, temporaires ou définitives, peuvent faire varier le jeu normal de l'offre et la demande ; le troisième traitera de la fonction économique du marché à terme et s'efforcera de dégager, parmi plusieurs opinions divergentes, celle qui paraît la plus conforme aux faits.

CHAPITRE I. - Des Marchés à terme.

Le commerçant français qui a une remise à faire à l'étranger, a, pour régler sa dette, le choix entre les deux moyens suivants : Il peut, tout d'abord, aller trouver son banquier et s'informer à quel prix ce dernier consentirait à lui céder la lettre de change qu'il fera parvenir à son créancier. Dès que l'accord est réalisé, le banquier livre son papier et le client lui en paye la valeur convenue. L'échange s'opère de suite et l'affaire est terminée. C'est un marché au comptant, c'est-à-dire une opération dans laquelle les parties ne stipulent aucun délai pour l'exécution de la convention. La tradition des effets et le versement du prix doivent avoir lieu immédiatement, sauf le délai déterminé par les règlements ou usages locaux pour la livraison matérielle des fonds et des lettres.

Inversement notre commerçant peut s'entendre avec le même banquier pour repousser à une date ultérieure, fixée d'un commun accord, l'exécution de la négociation. Ils se lient immédiatement, mais seulement pour l'avenir. Ils ont conclu un marché à terme. Cette opération se présente sous la forme d'un contrat sérieux, rentrant parfaitement dans les principes généraux du Code Civil et offrant une illustration des modalités dont peuvent être affectés l'achat et la vente d'une chose (1).

(1) Il ne faut pas confondre marché à terme et vente à crédit. Dans ce dernier contrat, il y a aussi un terme, mais seulement pour le paie-

L'exemple choisi nous a mis en contact avec une première catégorie de spéculateurs à terme, gens honnêtes et pratiques, attentifs à gérer leur fortune le plus habilement possible. Voici un industriel qui aura à solder des importations de marchandises dans deux mois. A cette époque, lui rentreront également des disponibilités qui lui serviront à liquider sa dette. Actuellement, le cours du change lui paraît très favorable, mais sa caisse démunie de fonds, ne lui permet pas d'en profiter. Le marché à terme lui en fournit le moyen. Il achètera du papier livrable et payable à deux mois ; le terme arrivé, il remettra le prix au vendeur en lui versant le montant de ses créances venues à échéance et livrera le papier à son exportateur étranger. Il aura ainsi fait œuvre de prévision et aura complété une transaction commerciale par une opération de placement.

Toute autre est l'intention de ceux qu'on flétrit habituellement du nom d'agioteurs. Ceux-là forment la catégorie des joueurs de Bourse. Leur but est de s'enrichir facilement et sans travail ; leurs moyens : les paris sur la hausse ou la baisse qu'ils fondent sur des éventualités plus ou moins bien calculées et qu'ils déguisent sous la forme de marchés à terme. Cette catégorie de contrats jouit de leur préférence, parce qu'elle se prête mieux que le comptant à la réalisation de leurs espoirs.

Sans doute, la spéculation n'est pas impossible à rencontrer dans le marché au comptant. Un capitaliste peut acheter des effets dont il prendra livraison et paiera le prix avec

ment du prix à faire par l'acheteur, tandis que le marché à terme renvoie à une échéance future : et le versement des fonds et la livraison de la marchandise.

l'intention de les revendre dès que les cours auront haussé. De même, il se trouve des vendeurs au comptant qui espèrent réaliser un bénéfice en se rachetant ultérieurement, lorsque la baisse se sera fait sentir. Mais c'est là une exception. Pour l'agioteur, ce genre de marchés n'est pas assez souple. L'obligation de verser les fonds ou les titres est pour lui un obstacle que sa fortune ne lui donne pas toujours la latitude de surmonter ; aussi préfère-t-il les opérations à terme qui lui permettent de jouer à découvert et de se libérer, en cas de malchance, par le paiement d'une simple différence. Voici, brièvement résumé, comment il agira dans la pratique :

Un événement politique quelconque, l'imminence d'une guerre, de troubles séditieux, par exemple, lui paraît devoir entraîner des conséquences funestes pour son pays et lui fait presager une baisse sur le cours des papiers de change. Faisant siennes ces prévisions, il va immédiatement vendre, au cours du jour, livrables fin courant ou fin prochain suivant qu'il croit le danger plus ou moins proche, une forte somme d'effets qu'il n'a pas en sa possession. L'échéance arrivée, si ses déductions ont été justifiées par les faits, il lui sera facile d'acheter à bon compte, grâce à la baisse des cours, le montant de sa vente. Il trouvera ainsi un bénéfice dans la différence résidant entre le prix auquel il a vendu et celui moins élevé auquel il a acheté.

Supposons, au contraire, que tout lui fasse prévoir un mouvement progressif de hausse dans la cotation des changes. Que va-t-il faire ? Il achètera, au cours actuel, des effets livrables et payables dans un mois. A cette époque, il n'aura, pour s'acquitter de sa dette, qu'à les revendre au cours présentement coté — par hypothèse supérieur au cours d'achat

— et il bénéficiera ainsi de la différence des prix.

On le voit : le vendeur, au moment où il vend, n'a pas entre les mains les titres qu'il promet de livrer, et l'acheteur, de son côté, serait incapable de réunir les fonds destinés à payer les effets qu'il achète. C'est ce qu'on appelle : opérer à découvert.

Le plus souvent même, cette catégorie de marchés n'implique aucunement chez les parties la volonté d'arriver à la livraison des titres et au règlement des prix. Spéculant uniquement sur la variation des cours, les contractants désirent que tout se réduise à un paiement de différences. Dans ce cas, « le vendeur à terme paie, en cas de hausse, une somme équivalente à celle qu'il perdrait, s'il devait acheter des titres pour en opérer la livraison, tandis qu'en cas de baisse, l'acheteur paie au vendeur une somme égale à la perte qu'il éprouverait, s'il devait revendre les titres à l'échéance du terme pour se procurer le prix qu'il doit payer » (1).

La pratique appelle ces contrats : marchés différentiels ou fictifs.

On se trouve ainsi en présence de deux groupes de joueurs dont les intérêts sont antagonistes ; les uns, les vendeurs, mettent tous leurs espoirs en une baisse des cours ; les autres, les acheteurs, spéculent toujours à la hausse. Dans ces conditions, il est normal de penser que chaque camp va s'efforcer d'agir sur les cours et de les orienter vers le sens qui doit lui être favorable. Et c'est bien le spectacle que la réalité nous offre !

Le vendeur s'attachera à répandre dans le public l'arrivée prochaine de calamités ou de malheurs tous plus terribles

(1) Lyon-Caen et Renault, *Manuel de Droit Commercial*, p. 631

les uns que les autres, afin d'entraver l'essor du crédit et d'avilir les cours. « Si un homme joue à la Bourse, disait au Sénat M. Delangle le 5 mars 1864, il est évident qu'il fera tout ce qu'il pourra pour déterminer la baisse, et s'il a des capitaux disponibles, il écrasera les cours; s'il n'a pas de capitaux, il aura recours à de fausses nouvelles; ainsi c'est un roi qu'on tue, auquel tout au moins on inflige une maladie mortelle, un ministère qu'on renverse, la guerre qu'on déclare, une bataille qu'on gagne, l'arrivée d'un Tartare qui vient de l'annoncer et dont les chevaux franchissent dans quelques heures des distances incommensurables ».

L'acheteur, lui, demandera aux moyens opposés la réalisation de ses espérances. C'est ainsi qu'en temps de guerre, les armées nationales ne cesseront de remporter des victoires éclatantes alors que souvent la fortune des armes leur aura été contraire (1).

Cette complexité des intérêts, d'une part, la multitude d'opérations venant à échéance le même jour et la nécessité de les clore rapidement, d'autre part, ont contraint les intermédiaires qui se livrent à la pratique des marchés à terme, de soumettre la formation et le règlement de ces contrats à certaines règles (2).

Formation des Marchés à Terme. — Alors que l'achat ou la vente de lettres de changes au comptant ne sont limités

(1) MM. Lyon-Caen et Renault rapportent dans leur *Précis de Droit Commercial* (t. I, p. 854, note 2 de l'édit. 1884), que c'est à la suite de manœuvres de ce genre que la prise de Sébastopol fut annoncée, alors qu'un premier assaut avait été repoussé et qu'en 1870, la malheureuse bataille de Reischoffen fut d'abord une victoire.

(2) Nous envisageons uniquement la réglementation des places où les marchés sont contrôlés par une Caisse Centrale. Là, où cet organe n'existe pas, les marchés font partie intégrante des opérations de banque et ne sont pas soumis à une loi uniforme.

que par les disponibilités ou les intentions du banquier, le marché à terme n'admet pas les transactions sur tous les effets. Seuls sont reçus ceux qui sont libellés en monnaie dont la Caisse de liquidation a accepté la cotation. Actuellement, les papiers tirés en dollars américains, livres sterling, francs belges et français, florins hollandais et marks allemands sont les plus communément admis.

De même la quantité traitée n'est pas laissée à la libre appréciation des parties. Au comptant, on peut céder ou acquérir une créance étrangère d'une valeur quelconque ; à terme, on ne peut opérer que sur des chiffres-bases et leurs multiples. Cette mesure a pour but de faciliter la liquidation, en simplifiant les calculs des intermédiaires et par l'importance des sommes obligatoirement engagées, d'éloigner les petites bourses des aléas de la spéculation. La quotité fixée varie avec les règlements de chaque place. Voici à titre d'exemple les unités de contrat prévues par la Caisse d'Anvers :

Sterling : 1.000 — francs français : 25.000 — florins P. B. 5.000 — dollars U. S. : 3.000 — Marks K ; 50.000 (art. 8 du Règlement).

L'organe régulateur du marché intervient également pour déterminer la durée et le choix du terme. Nous rencontrons ici une pratique différente de celle qui est en usage dans les Bourses de valeurs mobilières. Celles-ci prévoient — en France tout au moins, — que le terme ne peut excéder deux mois. Le donneur d'ordre doit donc s'exécuter fin courant ou prochain, sous peine de se faire reporter ou de voir son contrat résilié d'office. Cette restriction ayant pour objet d'abrégier le terme et de permettre ainsi au spéculateur une saine

appréciation de ses chances, atteint parfaitement son but. Ici, elle irait contre les intérêts élémentaires des clients. Les achats et les ventes du papier de change, devant coïncider comme nous l'expliqueront postérieurement avec une réception ou une livraison effective de marchandise, doivent épouser toutes les conditions de l'opération commerciale dont ils sont le complément normal. Il fallait dès lors que les Caisses de liquidation échelonnassent l'exécution des contrats à terme parallèlement aux délais habituels du Commerce. C'est ainsi qu'à Amsterdam, la *Valuta Kas* offre aux intéressés un terme de sept mois, avec deux liquidations mensuelles ; le résultat à obtenir étant différent entre les deux marchés, les moyens employés ne peuvent être identiques.

Règlement des Marchés à Terme. — Le règlement des opérations à terme rapproche et oppose de même, tour à tour, les prescriptions des Bourses de valeurs mobilières et de lettres de change.

Dans l'une comme dans l'autre, le spéculateur, qui n'aura pas réglé les conditions de son contrat à l'échéance du terme, risquera de se voir exécuter et sa couverture sera résiliée par le dépositaire.

La plupart du temps, dit M. Bozérian (1), ces mots achat et vente (à terme) « servent uniquement à dissimuler des jeux de Bourse qui se résolvent au jour du terme par la réception ou le paiement d'une différence. L'agent n'a donc à se garantir que contre l'éventualité du non-paiement de cette différence, lorsque la chance est défavorable à son client. C'est pour arriver à ce but, qu'avant d'exécuter les ordres d'achat ou de vente à terme, l'agent a l'habitude de faire

(1) Bozérian. — *La Bourse, ses opérateurs et ses opérations*, 1, p. 62:

déposer, entre ses mains, du numéraire, des effets, des papiers ou des titres d'une valeur à peu près égale à la somme à laquelle, d'après ses prévisions, pourra s'élever la différence. Ce dépôt se nomme une couverture. »

Alors que, dans les Bourses de valeurs, la couverture est exigée par l'intermédiaire sans que la Chambre Syndicale intervienne directement, dans les places de change, c'est la Caisse de liquidation qui requiert elle-même, le versement d'un dépôt variant avec l'importance du marché. Cette différence de procédé provient de ce fait que la Caisse en enregistrant le contrat, en garantit l'exécution, tandis que le rôle de la Chambre Syndicale des agents de change est sans effet vis-à-vis des spéculateurs. Voici les garanties que la Caisse d'Anvers sollicite de tout contractant (art. 27 du Règlement) :

Fr. 2.500 par unité de contrat de livres sterling ..	1.000
2.500 » » » fl. P. B.	5.000
2.500 » » » M. K.	50.000
2.000 » » » dollars	3.000
1.500 » » » francs	25.000

Si une des parties est défailante à l'arrivée du terme, la Caisse résilie d'office son contrat au cours du jour et le débite ou le crédite de toute différence à son désavantage ou ou en sa faveur. C'est ce qu'en langage de Bourse, on appelle l'exécution.

Cette dernière opération fait ressortir des différences fondamentales qui séparent les deux marchés et cette divergence pratique ne peut s'expliquer, comme précédemment, que par une opposition de buts à atteindre.

Dans les Bourses de valeurs, tous les marchés à terme,

le jour de la liquidation, sont comparés à un cours unique : le cours de compensation, fixé par chaque syndicat d'après des règles déterminées. C'est lui qui permet de liquider définitivement les opérations venues à échéance ou de les prolonger au gré des parties, jusqu'à une date plus lointaine. C'est un cours d'ordre dont la principale raison d'être est de donner aux reports la base au moyen de laquelle les marchés à terme échus se dénoueront par une contre-opération au comptant et se transformeront à nouveau en contrats à terme pour la prochaine liquidation. Les opérations de change ne donnant pas lieu à la pratique des reports, le cours de compensation n'est pas usité. Le jour de la liquidation, les marchés se défont sur les cours du jour, sans qu'intervienne une cotation spéciale. L'absence de fonction rend l'organe inutile.

Le processus de la liquidation est, lui aussi, fortement simplifié. A chaque quinzaine ou chaque fin de mois, les spéculateurs des Bourses de valeurs apurent leurs positions avant de s'engager dans de nouvelles opérations. Se liquider : c'est, si l'on est acheteur, lever les titres et les payer ou bien les revendre, dans le cas où on renoncerait à en prendre livraison ; si l'on est vendeur, c'est livrer les titres vendus et en recevoir le prix ou bien c'est en acheter d'autres, pour compenser la vente, si l'on veut conserver ceux qu'on possède. Cette seconde contre-opération, d'un usage courant au parquet et en coulisse, est, au contraire, rarement pratiquée sur le marché des effets de change ; le Règlement de la caisse d'Anvers semble la considérer comme une exception et en limiter l'emploi au cas où la caisse, se trouvant devant une contre-partie défaillante, est obligée de régler le contract

par une différence. Si l'on songe à la réalité de l'opération commerciale que recouvre le marché à terme de change, cette manière de voir se conçoit aisément. La faillite du donneur d'ordre étant mise à part, quel intérêt pourrait-il avoir à transformer son contrat en opération différentielle ? L'appât d'un bénéfice ? Si c'est un importateur, il perdra immédiatement l'écart qu'il vient de gagner à terme par la nécessité où il se trouve de se procurer du papier sur le marché au comptant ; si c'est un exportateur, son gain réalisé à terme sera annihilé par une dépréciation correspondante de sa créance étrangère. Une opération en sens contraire, comme procédé de liquidation, ne pourra être utile qu'au joueur. Et ceux-là, à Anvers, sont une minorité.

L'organisation interne de la Caisse (1) rend de même moins complexe l'établissement des comptes de liquidation. A la Bourse de Paris, par exemple, chaque liquidation se divise en deux parties : Un premier règlement s'opère entre agents et clients par des livraisons de titres ou d'argent ou au moyen de compensations. Puis une liquidation centrale, réalisée par la Compagnie, résume les diverses opérations pratiquées par les agents entre eux et fait ressortir leurs soldes respectifs, en titres et capitaux.

Sur les marchés des changes, ce dernier stade est supprimé. Tout se borne à une liquidation entre commissionnaires et commettants ; seulement, l'enregistrement du contrat par la Caisse ayant pour effet, ainsi que nous le verrons ultérieurement, de la substituer au commissionnaire pour l'exécution du marché, c'est entre elle et le donneur d'ordre originaire que s'opérera le règlement.

(1) Voir *infra*, page 42.

CHAPITRE II. - La formation et la variation des Prix dans les Marchés à terme.

« Les relations économiques entre nations aboutissent à la formation incessante de créances et de dettes. Il y a entre un pays quelconque et chacun des pays étrangers une sorte de compte toujours ouvert, un compte, à vrai dire, qui n'est pas centralisé, mais épars dans la comptabilité de toutes les maisons de commerce ou de banque en relations avec l'extérieur et où sont inscrits les éléments actifs et passifs de la situation économique internationale. » (1). Feuilletons les pages de ce compte symbolique et voyons ce qu'il exprime.

À la place d'honneur, on y rencontre les créances et les dettes provenant des ventes et achats de marchandises, dont le solde favorable ou non constitue cette fameuse balance du commerce à laquelle les économistes de l'ancienne France attachaient une si grande importance.

Poursuivant nos recherches, nous trouvons, aux pages suivantes ce qu'on a très bien nommé « les exportations et importations invisibles » (2). Quelles sont-elles ?

En premier lieu les mouvements de capitaux. Les pays riches placent à l'étranger une grande partie de leurs épargnes et sont, de ce chef, annuellement créanciers de sommes considérables, sous forme de coupons de rentes, profits in-

(1) Truchy. — *Cours d'Economie politique*, t. II, p. 88.

(2) Hartley Withers. *The meaning of money*, p. 186.

dustriels et commerciaux ; tandis que les pays emprunteurs voient figurer le même élément à leur débit.

Tout aussi important est le prix des services rendus à l'occasion du déplacement des marchandises et des capitaux. Citons au hasard : les frais de transport et d'assurance, les commissions perçues par les négociants, banquiers, hommes d'affaires.

Enfin, en dernière place, bien que nullement négligeables, nous rencontrons les dettes et les créances dues au mouvement des personnes. Certains pays, particulièrement bien doués de curiosités naturelles ou artistiques, attirent chaque année une foule de visiteurs, qui y laissent, au cours de leur villégiature, des sommes considérables. Inversement, des individus émigrés à l'étranger envoient fréquemment dans leur pays d'origine le produit de leurs économies et grossissent d'autant les créances de la mère-patrie.

« Ces créances et dettes de toutes sortes entre nations, comment se règlent-elles ? Dans les relations intranationales, les paiements en monnaie métallique ne tiennent plus qu'une place bien modeste. A plus forte raison, doit-il en être ainsi dans les relations internationales. La pratique commerciale et bancaire a créé un mécanisme de règlement par papier qui n'est, d'ailleurs, que l'extension de celui qui s'applique aux opérations faites dans les limites de l'économie nationale : ce mécanisme est le change international. Les titres qui font la matière de change, ce sont les créances sur l'étranger qui présentent ce double caractère : d'être payables à court terme et négociables au porteur ou à ordre. Ces créances, ce sont les lettres de change et les chèques » (1).

(1) Truchy, *op. cit.*, p. 90.

On les désigne sous le nom de papier sur telle ou telle place ; on les appelle aussi des devises. Si l'on considère une place comme Paris, il est aisé de trouver des commerçants qui soient inscrits au crédit du compte international dont nous avons précédemment parlé et qui, de ce fait, sont autorisés à tirer des lettres de change sur leurs débiteurs étrangers. Inversement, il est tout aussi courant de rencontrer des importateurs français qui aient à régler le montant de leurs achats et qui désirent se procurer du papier payable à court terme pour éviter les ennuis d'un envoi en numéraire. Ceux-là sont les vendeurs de change ; ceux-ci les acheteurs. Le mécanisme du change international consiste à mettre en rapport les uns et les autres afin de leur permettre de vendre et d'acheter sur la même place, des effets payables sur une place étrangère. D'un côté sont les disponibilités, de l'autre les besoins ; quel va être le trait d'union entre ces deux extrêmes ?

S'il n'y avait qu'un seul acheteur et un seul vendeur, ceux-ci se connaîtraient aisément et pourraient troquer les devises dont ils ont respectivement le placement ; mais en fait il n'en est pas ainsi. Sur une même place, il existe des milliers de négociants qui vendent à des pays dont ils n'achètent rien ou qui sont débiteurs sans être créanciers. La conclusion qui s'impose, c'est que les vendeurs recevant des devises qu'ils ne peuvent pas utiliser en paiement de leurs dettes doivent trouver preneurs pour ces effets et se procurer, en échange, les devises acceptables pour leurs créanciers. Quel est le commerçant qui achètera toutes les devises dont les vendeurs doivent se défaire et leur en fournira d'autres à leur convenance ? C'est le banquier. « Celui-ci, grâce au crédit dont il

jouit et aux disponibilités qu'il entretient chez ses correspondants étrangers, à toute facilité de tirer sur eux une lettre de change, qu'il créera spécialement pour satisfaire à la demande de son client et qu'il établira, par suite, pour la somme indiquée exactement. Quant au papier tiré sur l'étranger par les commerçants, c'est le banquier qui l'achète pour s'en servir comme couverture de ses propres tirages. » (1).

La profession de banquier étant libre, son activité est soumise, comme tous les autres commerces exercés sous un régime de libre concurrence, à la fameuse loi de l'offre et la demande, c'est-à-dire que la valeur d'échange d'une devise varie en raison directe de la demande et en raison inverse de l'offre. Y a-t-il une forte demande, l'offre restant constante, le prix de celle-ci hausse ; inversement, y a-t-il une offre abondante, en présence d'une demande égale, les cours s'avilissent ; la prime offerte dans l'un et l'autre cas ne franchissent, pas d'ailleurs les limites du « gold point ». Tel est le mécanisme très simple de la formation des prix du papier de change à vue.

Pour établir les cours des effets à échéance plus ou moins lointaine, il faut tenir compte d'un élément nouveau : le taux de l'intérêt. « Le papier de change n'est pas seulement un moyen de transférer les capitaux d'une place à une autre, c'est aussi un placement ; l'acheteur d'une lettre de change payable dans cinquante jours, par exemple, la paie au cours coté sous déduction de l'escompte pour le délai à courir, escompte calculé au taux de la place de paiement ; il fait un placement portant intérêt. Un effet de 10 livres sterling sur Londres vaut ainsi, s'il est à deux mois, un effet de 10 livres

(1) Arnauné. — *Monnaie, Crédit et Change*, p. 106.

sterling à vue moins l'escompte au taux de Londres pendant deux mois. » (1).

Cette nouvelle complication dans la cotation des cours laisse prévoir que la relation théorique entre l'offre et la demande de devises ne s'établira pas toujours normalement. Nombreuses sont, en effet, les causes de variation qui viennent mettre en échec la vieille formule économique. Nous les étudierons en les groupant sous les trois chefs suivants : situation générale d'un pays donné, organisation du marché financier, position de place.

Situation générale d'un pays donné. — Parmi les considérations qui peuvent faire évoluer les cours du terme contrairement aux prévisions théoriques, la politique financière des gouvernements et l'état du crédit public paraissent prédominantes (1).

Le maintien par la Banque Centrale, d'un taux d'escompte élevé produit les deux conséquences suivantes :

La première est indirecte et lente. Elle agit comme moyen préventif pour éviter une crise économique et crée une moins-value artificielle de toutes les valeurs. En abaissant ainsi le prix des marchandises, elle attire des demandes considérables de l'étranger, et, par suite, des envois d'or qui facilitent le retour à la situation normale.

La seconde est immédiate. Elle a pour effet de diminuer l'écart existant entre les cours au comptant et à terme, cotés sur les diverses places. Si l'argent est plus cher à Paris qu'à Londres, il y a diminution de la prime sur la livrè à terme.

(1) Truchy, *op. cit.*, t. II, p. 97.

(1) *A money-market primer and key to the exchanges*, G. Clare, p. 82.

Le mouvement est accentué par les spéculateurs qui se livrent à des arbitrages entre le terme et le comptant, et les cours des deux marchés ne tardent pas à être nivelés.

La cherté de l'escompte n'agit pas seulement comme instrument d'égalisation des cours, l'élévation du taux de l'intérêt qu'elle détermine influe, elle aussi, directement sur la cotation du terme (2).

Quant un dollar au terme d'un mois est coté meilleur marché que le dollar au comptant, payé par un négociant anglais en livre sterling, cela signifie que la tendance du marché à terme est de conserver le capital à New-York plutôt qu'à Londres pendant le mois en question. Le degré de cette tendance est mesuré par un report sur le dollar à terme.

Supposons que le dollar a vue soit coté dols. 4.40 par livre sterling et que le dollar à trente jours atteigne dols. 4.40 1/2 ; cet écart numérique implique que, pendant le cours du mois, la livre sterling est considérée, à Londres, comme ayant une valeur de dols. 4.40 à New-York et qu'on peut réaliser un bénéfice de 1/2 o/o en vendant du dollar au comptant et en le rachetant à liquidation d'un mois.

La cause fondamentale de cette situation anormale doit être recherchée dans la différence de taux d'intérêt entre Londres et New-York. Si le prêteur, en livrant pour un mois des dollars à New-York, peut obtenir un intérêt d'une valeur annuelle de 5 1/2 o/o alors que celui qu'on lui offre pour immobiliser des livres sterling à Londres n'est que de 4 o/o, l'avantage qu'il a à maintenir ses capitaux à New-York de-

(2) Voir l'article de John M. Keynes : « The forward market in foreign exchanges », paru dans la publication spéciale du *Manchester Guardian Commercial*, le 20 avril 1922 : « Reconstruction in Europe », p. 12, col. 2.

vient évident. Aussi les cours à terme pour les achats de dollars dans cette dernière place seront-ils équivalents à ceux du comptant augmentés d'un report calculé sur un mois : cette plus-value étant fixée d'après la différence d'intérêt entre Londres et New-York. La politique d'escompte de la Banque d'Etat agissant directement sur le niveau de l'intérêt, il est aisé de voir quelle peut être son influence sur les cours du terme.

Si les questions de crédit ne jouaient aucun rôle, le facteur ci-dessus exposé serait prépondérant. Mais si le taux de l'intérêt continue à guider la cotation du terme entre New-York, Londres et Paris, il n'est pas, en ce qui concerne les autres places, le seul élément de variation imprévue. La possibilité d'ébranlements financiers ou de désordres politiques (1). L'éventualité plus ou moins certaine d'un moratorium dans le règlement des dettes internationales ou d'une valorisation de la monnaie à sa valeur d'échange actuelle sont autant de nuages noirs qui éloignent les capitaux de certains marchés étrangers. « Il y a dans la cote du change, comme dans la cote des valeurs mobilières en Bourse, un élément psychologique : la cote reflète toutes les fluctuations de la confiance des pays étrangers dans l'état politique et économique du pays débiteur (2) ». Un crité-

(1) Dans son discours à l'anniversaire de Washington, devant l'Union League Club, à Chicago, M. Hoover exprimait récemment l'opinion du peuple américain à ce sujet : « Nous avons le désir d'aider, mais avant que notre force ne puisse être employée à la stabilité économique, nous devons obtenir une base de stabilité politique. La stabilité économique ne peut être créée dans une atmosphère d'alarmes et de menaces d'actions politiques avec ses possibilités de guerre, — *an atmosphere of alarms and threats of political action and its possibilities of war*, — « la force économique n'a jamais été nourrie par les armées. » Cité par David Friday, professeur à l'Université de

(2) Truchy, *op. cit.*, t. II, p. 97:

rium aussi fragile dérouté toutes les prévisions ; on ne peut que l'ajouter à la liste des contradicteurs de la loi de l'offre et la demande sans qu'il soit permis d'en préciser l'orientation.

L'organisation du Marché Financier. — Resserrant le cercle de nos investigations, il nous faut maintenant préciser quelle influence l'organisation interne du marché financier peut avoir sur les cours du terme.

Nous avons raisonné jusqu'ici dans l'hypothèse d'un marché large et libre, mais ce tableau ne correspond pas toujours à la réalité. Il peut se faire que les transactions sur une devise soient accaparées par un petit nombre d'établissements de crédit ou bien que, par une entente mutuelle, les banques se croient assurées un gain disproportionné. Le marché anglais nous en fournit un exemple. (1) Les banques d'Extrême Orient cotent la roupie à terme avec un écart de 12 o/o sur le cours du comptant, sans que ce tarif élevé soit en rien justifié ; la seule explication plausible est l'absence de concurrence par suite de l'éloignement de Londres et de l'étroitesse du marché.

Tout aussi efficace est la réglementation du marché en ce qui concerne la spéculation. Si les spéculateurs ont toute latitude pour se servir du marché à terme, ils finissent ordinairement par faire triompher leur point de vue, quitte à fausser temporairement le sens normal des cours. Dans son article précité du *Manchester Guardian Commercial*, M. Keynes publie un tableau dans lequel il résume les cours des

Michigan, dans son article, sur « The Balance of indebtedness between the United States and Europe », paru dans l'édition précitée du *Manchester Guardian Commercial*, page 21, col. 2.

(1) Voir Keynes, article précité, p. 12, col. 2.

devises, traitées sur le marché de Londres, à un terme d'un mois, de janvier 1920 à mars 1921 ; dans le texte qui l'accompagne, il fait ressortir les circonstances où l'écart entre le comptant et le terme a été momentanément exceptionnel, et il attribue cette différence anormale entre les cours à une pression vigoureuse de la spéculation. Nous prenons la li-

COTATION DU CHANGE DE LONDRES
SUR NEW-YORK A 1 MOIS

	Comptant	Terme de 1 mois	Différence de pourcentage annuel entre le comptant et le terme
1920			
Janvier	3.79	+ 3.8 Cents	+ 1.2
Février	3.48 7/8	+ 1/4 »	+ 0.9
Mars.....	3.41 3/8	+ 1/4 »	+ 0.9
Avril	3.90 3/4	+ 3.8 »	+ 1.2
Mai.....	3.82 7/8	+ 1/2 »	+ 1.6
Juin	3.89 3/16	+ 3/8 »	+ 1.2
Juillet.....	3.90 1/8	+ 5/8 »	+ 1.9
Août.....	3.67	+ 1/2 »	+ 1.6
Septembre.....	3.56 7/8	+ 1/2 »	+ 1.7
Octobre	3.48 8/16	+ 1/2 »	+ 1.7
Novembre	3.44 3/8	+ 15/8 »	+ 5.7
Décembre	3.49	+ 1/2 »	+ 1.7
1921			
Janvier	3.58 9/8	+ 3/8 »	+ 1.3
Février	3.84 3/4	+ 1 »	+ 3.1
Mars.....	3.88 3/8	+ 7/8 »	+ 2.7
Avril	3.92	+ 3/8 »	+ 1.1
Mai.....	4.00 7/16	+ 1/2 »	+ 3

berté de reproduire la traduction de ce passage et du tableau qui l'illustre (1) :

« Je pense notamment au report extraordinaire du dollar à terme, qui s'est plus ou moins maintenu de novembre 1920 à février 1921 et prouve que les dispositions du marché pour la livre sterling étaient optimistes (c'est alors que s'est produit le bond surprenant du sterling de 3,45 à 3,90). Cette prime a été à son point le plus haut lorsque le sterling avait atteint son point le plus bas et à son point le plus bas (mai 1921) lorsque le sterling atteignit son point le plus haut... »

En certains cas même, la spéculation peut aboutir à faire coter un déport. Si, par exemple, le marché des devises européennes est en hausse relativement au sterling, ou le marché du sterling en hausse relativement au dollar, la poussée des vendeurs à termes de livres ou de dollars peut finir par écraser les cours et les ramener temporairement à un niveau inférieur à celui du comptant. C'est ainsi que M. Keynes (1) cite le cas d'un vendeur de dollars à vue réalisant un gain annuel de 6 o/o sur Londres pour avoir simplement transféré ses devises à Londres et les y avoir domiciliées un mois ; de même, d'après lui, la situation de place existant entre Londres et Milan, en février 1921, permettait, en vendant des sterling à vue à Milan et en les rachetant un mois plus tard, de bénéficier d'un intérêt supérieur de 25 o/o à celui alors consenti sur la place italienne. Dans ces deux exemples, l'opération a consisté à vendre au comptant et à racheter à terme. Loin d'endiguer la tendance du marché, la spéculation l'a précipitée et a déprécié le terme en faveur du comp-

(1) Keynes, article précité, p. 13, col. 2.

(1) Keynes, article précité, p. 13, col. 1.

tant. La conclusion qui s'impose, c'est qu'un marché, qui n'entrave nullement les agissements de la spéculation, est exposé à subir des influences qui ne se justifient peut-être pas avec toute la certitude désirable, et à enregistrer des cours pour le moins anormaux.

Position de place. — Si différente que soit l'origine de toutes ces causes de trouble, elles n'en sont pas moins reliées par un trait commun : la durée plus ou moins longue de leurs effets. Que les oscillations des cours soient dues à la cherté du taux de l'escompte, à la ligne politique des gouvernements, à l'absence ou à l'excès de réglementation financière, il importe peu : leurs amplitudes seront orientées dans le même sens, soit en hausse, soit en baisse, pendant un laps de temps plus ou moins considérable.

Tout autre est le résultat pratique de ce dernier facteur de variation auquel nous arrivons maintenant : la position de place.

Lorsqu'un certain nombre d'ordres de vente et d'achat à terme portant sur des devises semblables affluent à la fois sur le même marché, point n'est besoin pour les satisfaire d'opérer des transferts effectifs entre les deux tendances. On se borne habituellement à compenser, dans les écritures, les quantités de l'une par les quantités de l'autre. On a déjà pressenti, qu'en ce cas, le cours du terme variera selon que le solde ainsi établi se composera d'acheteurs ou de vendeurs. Voici le curieux exemple que donne à ce sujet M. Keynes (1).

« Supposons, dit-il, que le cours du terme présente avec le comptant un écart annuel de 1 1/2 0/0. À ce taux, l'inter-

(1) Keynes, article précité, p. 13, col. 1.

médiaire vendeur à terme n'éprouve ni gain, ni perte: 1 1 2 0 0 représente pour lui le point mort de ses spéculations. Si dans ces conditions, les preneurs de dollars à terme dépassent en nombre les vendeurs de dollars à liquidation, l'arbitragiste peut satisfaire cet excès de demandes en dollars à terme, s'il possède des capitaux à vue à Londres, en retenant une commission supérieure au pourcentage annuel de 1 1/2 0 0, afin de se dédommager de sa peine. Si, au contraire, les vendeurs de dollars à terme dépassent en nombre les acheteurs, il faut que les premiers consentent un escompte suffisant pour engager les arbitragistes dans une autre direction, c'est-à-dire vers des possesseurs de capitaux disponibles à New-York, par exemple un pourcentage différent de 1/2 0/0 de l'escompte annuel de 1 1/2 0/0. De cette façon, la prime ou l'escompte pour le dollar à terme oscilleront entre 1 et 2 0/0, selon que prédomineront sur le marché les acheteurs ou les vendeurs (1).

Si cette prétention nouvelle de l'intermédiaire introduit dans la cotation des cours un élément artificiel, il est juste d'ajouter que les conséquences en sont essentiellement changeantes et susceptibles de se modifier avec la tenue du marché. C'est par là que ce dernier facteur ressemble et diffère tout à la fois de ceux que nous avons précédemment étudiés.

(1) Le lecteur estimera sans doute que cet exemple paraît confirmer plutôt que contredire le jeu de l'offre et la demande, et il s'étonnera que nous l'ayons cité à cette place. S'il veut bien y réfléchir, il s'apercevra qu'en réalité, le mécanisme est faussé non pas par la prédominance des acheteurs ou des vendeurs à terme, mais uniquement par les prétentions du commissionnaire. Dans un marché par hypothèse libre de tout intermédiaire et fonctionnant sur toutes les places mondiales d'après le principe des vases communicants, l'arbitrage se ferait automatiquement, et il n'y aurait pas lieu, d'après nous, à la variation signalée dans la cotation du terme.

CHAPITRE III. - La Fonction Economique des Marchés à terme.

Les problèmes économiques donnent lieu, d'une façon générale, à des conflits plus ardents que les controverses de droit privé; la raison en est dans la diversité des intérêts mis en jeu. Celles-ci ont, surtout, en vue des droits individuels, ceux-là aboutissent, au contraire, à des solutions qui intéressent la collectivité. La manière dont est tranchée un procès ne concerne qu'un nombre restreint de personnes, le plus souvent même que les parties en cause, et elle demeure ignorée des tiers parce qu'elle leur est indifférente. Il en est tout autrement des questions relatives à l'économie d'une nation; une communauté d'intérêts rend les individus solidaires les uns des autres et les incite à s'unir pour faire triompher dans les faits leur conception économique ou sociale. Il se forme ainsi des groupes cohérents, ayant chacun des aspirations opposées et s'efforçant de se convaincre mutuellement par de vives discussions, parfois même par la force. C'est l'un de ces antagonismes, ou pour parler le langage de Proudhon, l'une « de ces contradictions économiques », que nous révèle le marché à terme.

Le marché à terme, dans la thèse qui le combat, est considéré comme une institution à la fois inutile et dangereuse.

Il est inutile, car pendant des siècles, le commerce sérieux l'a ignoré sans avoir à en souffrir. Il est dangereux, car il n'est qu'une des manifestations les plus redoutables de la

passion du jeu. Si ce pari déguisé se bornait à faire perdre les personnes qui le concluent, le moraliste pourrait, certes, le réprouver, mais le législateur n'aurait pas à intervenir, du moment qu'aucun vice ne vient infirmer le consentement des contractants ; mais l'influence du marché à terme rayonne au delà de la personnalité des parties et l'effet pernicieux qu'il exerce sur les prix vient jeter le désarroi dans la vie économique et morale du pays.

Alors que, sous un régime de libre concurrence, l'action normale des facteurs naturels suffit à fixer la valeur d'échange et à orienter l'activité des individus là où les besoins sont les plus pressants, le marché à terme introduit un élément nouveau qui fausse ce mécanisme si parfait : la spéculation. Elle vient accroître et accélérer les variations des cours. Dans les bourses de marchandises, elle risque de créer des crises de surproduction ou une pénurie de produits, selon qu'elle prenne pour objectif la hausse ou la baisse des cours ; dans le marché des valeurs, la hausse factice qu'elle déclenche sur les effets privés rompt l'harmonie qui doit exister entre la cotation d'un titre et le dividende servi, excite les ouvriers à réclamer des augmentations de salaires que la situation de l'entreprise ne justifie pas et attise la lutte de classes ; en matière de change, elle ajoute aux offres et demandes réelles le poids d'une masse considérable de changes morts, sans aucune affectation commerciale. Ce sont eux qui influent surtout sur les écarts de cours et qui entravent tous les efforts tentés pour une stabilité relative des devises (1). Dans le

(1) Lire dans le numéro précité du *Manchester Guardian* l'article du docteur Giannini, délégué italien au comité d'experts de la Conférence de Gênes : *The Lira Exchange*, p. 25, col. 2.

marché à terme, c'est le vendeur qui recherche les bas prix et c'est l'acheteur qui désire les cours élevés ; ces règles paradoxales ne prouvent-elles pas combien ce genre de contrats est contraire à la réalité des faits ?

Toute aussi nuisible est la spéculation, en tant qu'élément de désorganisation sociale. La faculté de vendre sans posséder l'objet *cédé* et d'acheter sans avoir le prix entre ses mains, attire vers la Bourse les classes les plus variées de la société. Dans l'espoir d'un enrichissement rapide, nombre de gens se livrent à des opérations qu'ils ne connaissent pas toujours parfaitement et se réveillent, un beau matin, ayant perdu en l'espace de quelques minutes la fortune de leur famille avec leurs illusions.

En opposition absolue avec ces principes, une autre théorie estime que le marché à terme joue un rôle nécessaire dans le monde économique moderne, et qu'il est légitime même dans ses abus.

Ses conséquences désirables se groupent autour des deux idées suivantes : l'une, de portée générale, se rapporte à la stabilisation des prix dans l'espace et dans le temps ; l'autre, spéciale à notre sujet, a trait à l'assurance et à la couverture contre les variations de valeur.

Le marché à terme étend le champ des opérations de Bourse, accroît le nombre des négociations et fait perdre en brusquerie aux variations ce qu'elles gagnent en étendue. Dans les Bourses de valeurs mobilières, l'influence de la spéculation est particulièrement heureuse lors du placement d'un emprunt. C'est elle qui soutient les cours dès le début de l'émission et qui permet d'attendre l'épargne naturellement défiante et toujours lente à se décider. Une fois les

titres classés, c'est encore elle qui s'opposera aux enthousiasmes ou aux découragements du marché au comptant par des ventes ou des achats à terme qui maintiendront les cours dans une juste limite.

A la Bourse des produits, le marché à terme a été admis sous l'influence des progrès du machinisme. Dans la première moitié du XIX^e siècle, la récolte des céréales était faite à la fin de l'automne. Le paysan, occupé aux travaux de semence de la future moisson, ne se livrait au battage des grains que dans la mesure où la ville voisine en manquait. Par la force des choses, la consommation du blé se trouvait répartie à travers l'année entière. Aujourd'hui, l'emploi des machines permet d'effectuer le battage en peu de jours ; les producteurs sont ainsi portés à livrer toute leur récolte au même moment, afin de s'en débarrasser. La demande restant constante et l'offre s'accroissant soudainement, on assisterait, sans le marché à terme, à une dépréciation des cours. Grâce à la spéculation, il se produit une hausse à la fois profitable aux fermiers et aux consommateurs. Aux premiers, elle assure la légitime rémunération de leur labeur ; aux seconds, elle sert d'avertissement et de frein ; elle les contraint à modérer leurs besoins pour être sûrs de les satisfaire dans l'avenir et adapte ainsi la longue consommation à la courte production (1).

Plus bienfaisant encore est le rôle du marché à terme en matière de change. Quand un négociant achète ou vend des marchandises en monnaie étrangère, il se passe généralement un certain temps avant qu'il ait à couvrir son importa-

(1) Pour plus amples détails, voir Guyot : *La Réforme des Bourses allemandes*. Thèse, Dijon 1907.

tion par un achat de devises ou à monnayer son exportation par la vente de sa créance. Dans cet intervalle, consacré par l'extension moderne des opérations commerciales et le développement incessant du crédit, il subit un aléa par suite des variations du change. Pour éviter des pertes susceptibles de ruiner tout le bénéfice de l'affaire, ce négociant aura recours au marché à terme. Grâce à lui, un acheteur de livres sterling à quatre-vingt-dix jours se couvrira en vendant à la même échéance une quantité équivalente ; l'opération inverse procurera à un vendeur une égale sécurité. Plus simplement, importateurs et exportateurs pourront acheter et vendre des devises étrangères ou des francs aux cours du jour où leur obligations commerciales les leur rendront nécessaires.

Supposons qu'un commerçant français vende à Londres des marchandises payables dans trois mois ; s'il attend d'être en possession effective du chèque ou de la lettre de change, que lui remettra son vendeur, pour la négocier, il risque, devant une baisse du sterling, de faire une perte illimitée. Pour prévenir ce résultat fâcheux, il n'aura qu'à vendre le jour de la conclusion du marché, de la livre à trois mois pour un montant équivalent à la remise qui lui sera faite. Inversement, quand il sera acheteur en Angleterre, il acquérera en même temps, de la livre, livrable à la date à laquelle il doit effectuer son paiement. Est-il à la fois acheteur en Angleterre et vendeur en Amérique, il se couvrira en achetant du sterling, payable en dollars. S'il n'agissait pas ainsi, il spéculerait sur le change et il serait incapable de savoir si ses transactions en Angleterre se termineront par un bénéfice ou une perte (1).

(1) Les filateurs de coton de Manchester ont appris par une longue

Dans le même ordre d'idée, la spéculation rend également des services essentiels (2). Si la masse du trafic effectif est inégalement répartie sur toute l'année, les fluctuations saisonnières agissent avec une force exagérée et créent des différences de cours nuisibles aux relations commerciales. Seuls, les spéculateurs sont à même de régulariser le marché ; en le rendant plus vivant aux époques de calme, ils lui interdisent par avance toute activité excessive. Des arbitrages de place à place orientent les capitaux là où ils ont un emploi assuré et jouent, dans l'espace, la même fonction régulatrice que les ordres à terme dans le temps. En assurant ainsi la stabilité des cours, la spéculation contribue au bon marché des prix. Rassurées sur l'avenir, les banques peuvent entreprendre, pour une commission modérée, des opérations portant sur l'année entière ; et cela, elles le doivent à la spéculation qui vient mettre à leur disposition des disponibilités destinées à suppléer à l'insuffisance de leurs capitaux. Si l'on entrave, au contraire, le jeu des spéculateurs, aucune fixité dans les cours n'est plus possible et les banques sont alors obligées d'élever le taux de leurs avances tant pour se prémunir contre les variations futures des devises que pour empêcher leurs portefeuilles de se vider complètement. Un marché à terme, dont les transactions spéculatives ne sont pas exclues, est seul à même d'éviter un résultat aussi défavorable pour le commerce. Il n'y a donc pas désaccord mais collaboration entre ces deux formes de l'activité économique.

expérience que ce qui constitue une spéculation, ce n'est pas la couverture de leurs engagements à découvert en coton sur le marché à terme de Liverpool, mais c'est l'absence de cette couverture, M. Keynes, article précité, p. 12, col. 2.

(2) Voir article précité de M. Keynes, p. 14, col. 2 et 3.

Qui plus est : on s'aperçoit à la réflexion, soutiennent en dernier lieu les partisans de ce système, que les marchés à terme ont une influence heureuse même par les abus qu'ils favorisent. Les crises économiques et financières opèrent, mieux qu'une prescription légale, un triage entre les spéculateurs adroits et ceux qui sont incapables ; elles invitent ceux-là à poursuivre leurs prévisions fécondes ; elles rappellent à ceux-ci la faiblesse de leurs facultés et l'insuffisance de leurs connaissances. Sans elles, les sociétés se cristaliseraient dans la médiocrité universelle ; elles agissent comme un aiguillon qui incite les uns à consolider leurs positions, les autres à relever leurs ruines. Déplorables au point de vue individuel, elles sont utiles à l'intérêt général.

Ces deux thèses contiennent l'une et l'autre leur part de vérité et d'erreur.

Les antitermistes nous ont présenté des arguments à coup sûr exagérés. Dire que le marché à terme est inutile, parce que le commerce a vécu de longs siècles sans le pratiquer, c'est méconnaître les nécessités économiques de la vie moderne. C'est le fait d'une société dynamique d'évoluer sans cesse vers des formes nouvelles en se servant d'organes nouveaux. Le siècle dernier a assisté à l'extension des relations commerciales et à la création d'une solidarité internationale sans cesse accrue. Parallèlement à ce développement les Bourses de valeurs et de produits ont affirmé leur utilité et ont reçu la consécration officielle. La grande guerre a engendré, elle, un état de choses différent de l'ancien et a nécessité une nouvelle adaptation du commerce que, seul, le marché à terme sur devises peut assurer.

Quant à critiquer les opérations à la baisse, parce que nui-

sibles à l'intérêt général, c'est là signe d'une étrange aberration. La hausse et la baisse poursuivent le même but : acheter bon marché et vendre cher ; mais la première commence par acheter alors que la deuxième débute par vendre. On ne voit pas, en bonne logique, comment l'interversion des moyens peut à volonté blanchir ou noircir la conclusion

Les partisans de la deuxième théorie arrivent également à des conclusions excessives. Leur système est bâti sur un postulat encore indémontré, à savoir que la libre concurrence assure toujours le triomphe de la justice et du droit. Sans être disciple de Louis Blanc, il nous semble que les faits ont trop souvent démenti Bastiat pour qu'on puisse adopter intégralement ses conclusions.

Vouloir sacrifier l'intérêt particulier à l'intérêt général et considérer les crises comme un moyen de progrès nous paraît faire œuvre d'exagération. C'est oublier que l'intérêt d'un Etat est composé de la somme des intérêts particuliers et qu'en méconnaissant les seconds on risque de porter atteinte au premier.

La conclusion de ces critiques nous porte ainsi à adopter la solution intermédiaire, à mi-route de la thèse et de l'anti-thèse, et pour mieux éclairer notre position, à dissiper l'équivoque que recouvre le mot : spéculation.

Dans son sens propre, c'est l'activité intellectuelle qui, de l'expérience du passé et de l'observation du présent, déduit quel sera l'avenir et sur le fondement de ce raisonnement entreprend une opération économique pour en tirer un bénéfice. C'est selon l'expression de Proudhon, « le génie de découverte » (1).

(1) Proudhon. — *Manuel du Spéculateur à la Bourse*, p. 9.

Mais c'est aussi le synonyme d'agiotage ; c'est alors l'art de s'enrichir sans travail, sans capital, sans intelligence. « C'est la perte des sociétés et des Etats. » (2).

Devant cette dualité d'aspects, le devoir du législateur est de poser un critérium qui sépare l'une de l'autre deux manifestations aussi dissemblables, permette de les reconnaître aisément et sûrement, afin d'accorder à la première sécurité complète et de réprimer ou tout au moins prévenir les effets néfastes de la seconde (2).

(2) Proudhon, *op. cit.*, p. 10

(1) Cette recherche d'un critérium mettant en jeu des questions d'ordre civil et pénal étrangères au rôle économique des marchés à terme, nous en avons ajourné l'étude à la conclusion de notre travail.

TITRE II.

L'Organisation et le Fonctionnement des Marchés à terme sur diverses places.

Ce titre servira d'illustration au précédent et nous permettra de montrer quelle application pratique reçoivent les considérations théoriques ci-dessus énoncées. Nous étudierons successivement : la Caisse Internationale d'Anvers ; le marché de Londres ; la place de Paris et le projet de réorganisation qui doit en modifier incessamment l'économie.

CHAPITRE I. — La Caisse internationale d'Anvers. ⁽¹⁾

En vue de remédier aux oscillations du change qui apparurent après la conclusion du traité de Versailles, et menacèrent de ruiner tout commerce par leur amplitude, la Chambre de Commerce d'Anvers réunit une Commission de négociants et la chargea de trouver le remède approprié. Le vœu exprimé fut double : création immédiate d'un marché à terme pour atténuer et régulariser le cours des devises ; formation d'un organisme neutre qui enregistrerait, garantirait et liquiderait les contrats.

C'est à la suite de cette délibération que la « Caisse Internationale de Liquidation et de garantie des opérations en marchandises » vit le jour, à Anvers, le 1^{er} mars 1920.

Les divers organes du Marché. — Constituée sous la forme d'une Société anonyme, au capital de fr. 5.500.000, la Caisse Internationale est la clé de voûte du marché. On peut résumer son rôle en disant qu'elle opère selon les règles ordinaires des caisses de liquidation en marchandises, c'est-à-dire qu'elle garantit la bonne fin de tous les engagements enregistrés par elle, moyennant le versement d'un dépôt originaire et des marges éventuelles.

(1) Sur cette question, voir : 1^o L'article de Paul Van Hissenhoven, professeur à l'Université de Louvain : « La mobilisation du change et le Marché à terme de change d'Anvers », paru dans la *Revue Economique Internationale* de Septembre 1920 ; 2^o « La Cote de la Bourse et de la Banque », du 19 juillet 1922 : « Un marché à terme des changes ».

Elle ne se borne pas à donner au commerce la sécurité ; elle lui fournit également l'occasion de concentrer ses offres et ses demandes. Chaque jour, sous ses auspices, la Bourse des changes comprend deux séances : la première, de 11 h. 45 à 12 heures, a lieu dans les locaux de la Caisse elle-même ; la deuxième, plus importante, fonctionne de 15 heures à 15 h. 30 dans une partie spéciale de la Bourse que la Caisse a loué à la municipalité anversoise. Vendeurs et acheteurs de devises se rencontrent dans l'un et l'autre endroit et énoncent à haute voix leurs prix respectifs ; la conclusion de ces diverses affaires donne lieu à l'établissement d'une cote.

La cote officielle exprime les derniers prix réellement pratiqués sur le marché. S'il n'a pas été traité d'affaires sur une échéance quelconque, le cours correspondant est mis en harmonie avec ceux qui ont été pratiqués sur les autres liquidations. C'est là, la fonction d'un collège de trois coteurs, désignés par voie de roulement, au sein de la Commission des coteurs officiels agréés par la Caisse.

Malgré son ampleur, le marché n'est pas libre, en ce sens, qu'il n'est pas ouvert à tout venant. Entre la Caisse et le public, s'interpose une catégorie d'intermédiaires qui reçoivent les ordres de leurs clients et les transmettent à la Caisse. Pour être commissionnaire agréé et accrédité par elle, il suffit de constituer une firme quelconque, commerciale ou financière, et domiciliée à Anvers ; la Caisse se réserve d'ailleurs le droit d'accepter les ordres de tout établissement étranger, pourvu que ce dernier fasse la preuve de sa solvabilité et satisfasse à l'obligation du domicile (1).

(1) Cette formalité a pour but de permettre à la Caisse d'adresser rapidement et valablement au domicile indiqué toute communication utile.

Formation des contrats. — Tels sont les organes qui président au fonctionnement de la Bourse des changes. Nous venons de les montrer « au repos » ; voyons maintenant quel va être le résultat de leur activité en ce qui concerne la formation des contrats.

Les conditions requises à cet effet sont très simples. Une fois son marché conclu en Bourse avec l'un de ses collègues, l'intermédiaire envoie à son donneur d'ordre un arrêté que ce dernier revêt de sa signature et adresse à la Caisse ; en échange, celle-ci lui fait parvenir un contrat sonfirmant la dite transaction et clôt ainsi la série des formalités exigées.

Voici le texte de l'arrêté que le commissionnaire expédie à son client :

Arrêté (d'Achat ou de Vente)

« Aux clauses et conditions du règlement de la Caisse Internationale de liquidation et de garantie des opérations, en marchandises, société anonyme à Anvers.

« M. X... (achète ou vend) de la dite Caisse X contrats, devises acquises ou vendues X livrables sur la (1^{re} ou 2^e) quinzaine de (mois) à fr...

« Anvers, le

« Signature de l'intermédiaire. Signature du contractant. »

La caisse conserve cet arrêté et remet en retour au donneur d'ordre le contrat suivant :

« Contrat (d'achat ou vente) N°

« La Caisse Internationale de liquidation et de garantie des opérations en marchandises, société anonyme à Anvers, déclare avoir enregistré aux clauses et conditions de son règlement (l'achat ou la vente) suivante, dont elle garantit l'exécution

devises acquises ou vendues X
livrables sur la (1^{re} ou 2^e) quinzaine de 5 mois à fr.
d'ordre et pour compte de M. X.....

 Anvers,

« Caisse Internationale de liquidation et de garantie des opérations en marchandises, société anonyme à Anvers. »

En plus de cette question de forme, le contrat doit présenter certaines conditions de fond pour être agréée par la Caisse.

Il doit être libellé en devises traitées sur le marché, satisfaire à la durée du terme prévu par le règlement, représenter une somme-base ou ses multiples et être accompagné du versement d'un dépôt original variable avec la nature du papier de change (1). Les contractants doivent, en outre, prendre l'engagement de verser à la Caisse toutes les différences en leur défaveur que les fluctuations des cours pourraient faire ultérieurement apparaître, les marges en cause étant calculées sur l'écart qui sépare le prix originnaire du contrat et le cours de clôture de chaque jour (art. 28 du Règlement de la Caisse).

Dépôts et marges ayant pour but d'éviter tout risque à la Caisse, doivent être en principe versés en espèces et constituent un compte courant productif d'intérêts pour le déposant.

Le règlement prévoit toutefois, qu'à la demande du client, la Caisse peut se contenter d'un gage constitué en effets publics, warrants, créances hypothécaires et garanties de banques (art. 27).

(1) Nous avons déjà fourni toutes précisions désirables à ce sujet : aussi n'y reviendrons-nous pas. Voir supra, p. 17.

En ce qui concerne ce dernier mode de couverture, il suffit que le contractant fasse remettre à la Caisse une formule de caution signée par une banque dont la solvabilité est notoire, et rédigée en ces termes :

« A la demande et pour compte de M. X..., nous nous portons caution solidaire pour toutes différences qui pourraient survenir à son débit jusqu'au moment de l'exécution du contrat de (nature et qualité des devises traitées) », livrables (1^{re} et 2^e) quinzaine de (mois), (achetées ou vendues) par lui au prix de fr...., aux conditions de règlement de la Caisse Internationale pour les affaires à terme en change, que nous déclarons connaître et accepter. »

Comme il est rationnel de le supposer, la Caisse exige en dernier lieu la rémunération de ses services. Tout client supporte ainsi deux catégories de frais : la première, uniformément fixée à 5 francs belges par unité de contrat, représente la rétribution de la Caisse pour l'enregistrement, la garantie et l'exécution du marché.

La deuxième consiste dans le courtage réclamé par l'intermédiaire. Il s'élève à 1/2 0/00 à la vente comme à l'achat, sauf pour les transactions en marks allemands où il est alors de 0.05 belges par 100 marks. Il va de soi que si ce commissionnaire se charge, pour son client, du service des marges et dépôts, il sera fondé à réclamer une autre rétribution dont la quotité est à débattre entre l'intéressé et lui.

Exécution des contrats. — Ces promesses données, ces formalités remplies, la Caisse procède à l'enregistrement du contrat. Quels vont être les effets de cette intervention ? Ils sont considérables.

Désormais, la Caisse est subrogée aux droits et devoirs des contractants originaires; avant l'enregistrement, elle était seulement témoin de l'opération et ne jouait qu'un rôle passif. Maintenant, elle devient partie au contrat et elle garantit que, quels que puissent être les événements futurs, le dit contrat sera exécuté.

Les opérations matérielles auxquelles la Caisse a recours, pour remplir son engagement, varient selon que le contrat est libellé en dollars américains ou en l'une des quatre autres devises traitées par elles. Voici la procédure suivie dans l'un et l'autre cas.

Entre la veille ouvrable du dernier jour ouvrable de la quinzaine stipulée au contrat, et le premier jour ouvrable de la liquidation suivante, le contractant vendeur doit remettre à la Caisse le contrat que celle-ci lui a fait parvenir lors de la conclusion de son marché, un chèque de n... devises sur Londres, Paris, Amsterdam ou Cologne, par exemple, et y joindre le décompte suivant (1) (art. 46).

« Anvers, le

« A la Caisse Internationale,

« Messieurs,

« En conclusion des contrats de vente repris ci-dessous, conclus pour livraison (1^{re} ou 2^e) quinzaine (mois), j'ai l'honneur de vous remettre ci-joint, chèque de liv. st. sur Londres.

« Veuillez tenir la contre-valeur, soit fr. ..., à ma disposition, le ».

(1) Cet exemple et le suivant sont empruntés à l'article précité de M. Van Hissenhoven.

Numéros des contrats	Valeur en monnaie étrangère	Prix	Valeurs en francs belges	Courtage dû à l'intermédiaire	Droit de Caisse
1/10	10.000	50	500.000	250	25

Courtage et droit de caisse 275

Frs.... 499.725

En possession du chèque, la Caisse jouit d'un jour pour faire son travail de liquidation. En le faisant parvenir à l'acheteur entre le dernier jour ouvrable de la quinzaine stipulée et le premier jour ouvrable de la liquidation suivante, elle y joint le bordereau suivant :

« Messieurs,

« En exécution de vos contrats d'achat, repris ci-dessous (1) conclus pour la livraison (1^{re} et 2^e) quinzaine (mois), nous avons l'honneur de vous remettre chèque de l.st. 10.000 contre versement de fr. 500.275 et remise de vos contrats.

« Agréiez...

La livraison et la levée du chèque mettent fin au contrat à terme, sous réserve, naturellement, qu'il soit honoré à présentation. A cet égard, la Caisse a adopté les mesures de prudence suivantes : elle ne règle au vendeur la contre-valeur du chèque présenté, dès le lendemain de la livraison, que si le tireur et le tiré sont, l'un et l'autre, des banques agréées par elle. En cas d'absence de ces conditions, la Caisse s'abstient de tout paiement avant d'en avoir encaissé elle-même le montant.

(1) Le dispositif du bordereau étant le même que celui du décompte précisément cité, nous estimons inutile de le reproduire.

Tout autre est le rôle de la Caisse, lorsque le contrat est libellé en dollars. Contrairement à ce que nous venons de voir, elle ne reçoit ni ne livre aucun papier ; le chèque n'intervient plus comme moyen de règlement ; tout se réduit à un transfert par câbles. Dans les délais, précédemment indiqués, le vendeur prévient la Caisse qu'il désire exécuter son contrat et opérer le transfert, Celle-ci se tournant vers l'acheteur, lui demande au bénéfice de quelle banque new-yorkaise les fonds doivent être virés pour son compte. La caisse donne communication de sa réponse au vendeur. Ce dernier câble alors à sa propre banque de New-York de transférer, au crédit de l'établissement indiqué par l'acheteur, le nombre de dollars déterminés par son contrat. Copie de ce câble certifiée conforme est présentée à la Caisse et sert de titre de paiement en faveur du vendeur (art. 53).

Bien que les marchés fermes, que nous avons examinés jusqu'à présent, constituent la majorité des contrats (art. 2), il se présente des cas où un règlement de différences se substitue à la livraison d'un chèque ou à un transfert de capitaux. Les banques, agréées par la Caisse, peuvent réaliser, dans une même liquidation, des arbitrages de place à place au moyen d'opérations en sens contraire qui se compenseront mutuellement lors de l'échéance du terme (1). De même, un contractant peut être défaillant et se voir dans l'impossibilité d'exécuter son marché : la Caisse résiliera alors son contrat au cours du jour et l'inscrira en compte pour toute différence à son désavantage ou en sa faveur. Dans les deux cas, elle sera amenée à dresser des bordereaux de liquidation.

(1) L'exécution des contrats est échelonnée sur une période de six mois, avec deux livraisons mensuelles.

Voir l'exemple d'un bordereau, reproduit par M. Van Hisehoven, qui enregistre un achat de 250.000 francs français, au cours de 95 francs, revendus à 94 francs. La perte est de 2.500 francs, à laquelle viennent s'ajouter les frais de courtage et de droit de caisse.

« Bordereau de liquidation de fr. 250.000
sur (la 1^{re} ou 2^e) quinzaine (mois)

DEBIT	CREDIT
237.500 Contrat d'achat n°..	Contrat de vente n°.. 235.000
-----	à fr. 95 à fr. 94
2.500	Différence entre les deux opérations.
50	Droit de caisse
118,75	Courtage 1/2 0/00 à l'achat.
117,50	Courtage 1/2 0/00 à la vente.
	Intermédiaires : M. X...

2.786,25

En dernier lieu, le règlement de la Caisse prévoit le cas où il s'élèverait des contestations, relativement à la formation ou à l'exécution des contrats.

Les questions qui portent sur la discipline de marché et le respect des traditions sont soumises à un Comité d'honneur et jugées par lui sans appel. (Art. 6.)

Les différends ressortissant à tout autre objet sont tranchés par trois arbitres, chaque partie nommant le sien et les deux élus pouvant éventuellement désigner un tiers arbitre pour les départager (art. 61).

Te est le mécanisme de la Caisse d'Anvers. A-t-elle atteint son objet et réalisé ses ambitions? Nous ne pouvons mieux faire, pour répondre à cette question, que de céder la parole

à quelqu'un qui a pu juger exactement quel était, sous ce rapport, la situation commerciale de son pays avant et après la création de la Caisse : M. Van Hissenhoven : « C'est le mérite de la Caisse d'Anvers d'avoir résolu le problème du change à la pleine satisfaction des parties intéressées. Par l'institution du marché à terme de change, dont la première, tant en Europe qu'à l'étranger, elle conçût la réalisation pratique, elle permet à la finance, au commerce et à l'industrie de s'assurer contre les fluctuations déconcertantes du change, en organisant, facilitant, régularisant les opérations qui ont pour objet l'achat et la vente de devises étrangères à terme. »

CHAPITRE II. - Le Marché de Londres. (1)

La physionomie actuelle du marché des devises, à Londres, est en grande partie le résultat de l'après-guerre. Il y avait bien, sans doute, des transactions sur les effets de change étrangers avant les hostilités, mais leur volume et leur nature différaient totalement des négociations de l'heure présente. Les commerçants anglais pouvaient difficilement faire abstraction de leur origine insulaire et concluaient la plupart de leurs affaires en sterling. Aussi, les banques londoniennes abandonnaient-elles volontiers le risque et le profit des affaires de change aux établissements du continent, et à Londres le marché était limité aux filiales des banques étrangères ou coloniales.

Toute autre est la situation actuelle. Les fluctuations du change ont accru les risques des opérations commerciales, en Angleterre, comme partout ailleurs, et ont contraint les négociants à se couvrir par une opération à terme ; en même temps, l'axe financier se déplaçait progressivement vers New-York et Londres se voyait âprement concurrencée dans le marché de l'or par sa rivale américaine. La livre sterling perdait peu à peu de son prestige alors que celui du dollar ne faisait que s'affirmer. Sous cette double influence, le marché des devises prit un essor inconnu jusqu'ici. Nous n'en

(1) Sur cette question, voir l'article de Dudley Ward, de la British Overseas Bank, « A description of the foreign exchange market, in London » paru dans le numéro du *Manchester Guardian*, maintes fois cité, p. 9.

voulons pour preuve que cette affirmation de M. Dudley Ward d'après laquelle, les transactions sur le dollar, sont maintenant dix fois plus grandes qu'autrefois et, sur les autres monnaies, atteignent une progression encore plus élevée.

Parmi les devises jouissant d'un marché actif, il semble qu'on puisse citer par ordre d'importance le franc français et belge; le mark allemand vient en troisième ligne par le nombre des affaires dont il est l'objet, mais ne conserve pas ce rang si l'on envisage la valeur en sterling de ses règlements. En tête d'un autre groupe se trouvent la lire avec les monnaies scandinaves, et la peseta. Loin derrière, se traitent les devises des nouveaux Etats européens: couronne tchécoslovaque et autrichienne, dinar et mark polonais. Le trafic de ces dernières monnaies est surtout concentré à Zurich en raison de la situation géographique de cette place et de l'attention qu'elle peut ainsi donner aux changes de ces divers pays. Enfin, fermant la marche, viennent les transactions sur les devises de l'Inde, de l'Asie et de l'Afrique du Sud; bien que Londres soit leur unique centre européen, le volume des affaires les concernant ne paraît pas considérable.

L'organisation du marché, moins parfaite que celle d'Anvers, est une des manifestations frappantes du caractère anglais, essentiellement conservateur, répugnant autant à construire qu'à détruire, et se contentant de perfectionner un vieil instrument, pour satisfaire aux exigences d'une époque, plutôt que d'en fabriquer un neuf.

La contexture générale du marché est la même qu'avant-guerre. Deux groupes d'intermédiaires se sont divisés le travail: d'une part les spéculateurs, en contact direct avec le public, d'autre part, les courtiers dont le rôle se borne à

aboucher deux spéculateurs. Les premiers sont représentés par les banques, et par un certain nombre de firmes travaillant presque exclusivement avec les devises étrangères ; les seconds sont groupés en quarante maisons, dont une douzaine environ centralisent la majorité des ordres.

A l'encontre des pratiques du Stock-Exchange (1), c'est le spéculateur qui reçoit les ordres du public et c'est le courtier qui reste exclusivement en rapport avec le marché des devises. Recevant une demande d'un client, le spéculateur quelquefois aussi dénommé boursier, s'efforce d'en fixer la réalité, et si elle ne lui paraît pas correspondre à une véritable transaction commerciale, il refuse de l'exécuter. Si, au contraire, il n'a pas lieu d'en soupçonner la régularité, il communique immédiatement à son donneur d'ordres deux cours : un pour l'achat, un pour la vente.

A ce sujet, les boursiers se divisent en deux catégories :

Les uns donnent une notation ferme, comprenant à la fois la valeur réelle de la monnaie et une marge destinée à atténuer les risques d'une variation ultérieure des cours.

Les autres se tiennent sur la réserve et, avant de répondre définitivement à leurs clients, se mettent en rapport avec le courtier en devises. Le prix communiqué représentera alors les exigences du courtier augmentées de la propre commission du spéculateur.

Mais, comme le fait remarquer M. Dudley Ward, le gain

(1) Les membres du Stock-Exchange sont soit des *brokers*, soit des *jobbers* ou *dealers*. Le broker est un courtier ; le jobber ou dealer est un acheteur ou vendeur de titres. Le 1^{er} nommé reçoit les ordres du public et s'adresse au jobber pour les faire exécuter ; quand à ce dernier, il n'est jamais en relation directe avec le public et n'a affaire qu'au broker. La situation est renversée dans le cas qui nous occupe ; au broker correspond le spéculateur sur devises ; au jobber le courtier.

dans la deuxième hypothèse n'est pas aussi légitime que dans la première, car les aléas sont moindres ; aussi « le vendeur prudent, qui ne veut pas prendre de risque dans les opérations, perd bien vite du terrain et cette irrégularité du même gain, pour des travaux différents, disparaît d'elle-même » (1).

Le donneur d'ordre accepte le cours que lui a transmis son boursier : Que va faire ce dernier ? S'il n'y a déjà pensé, il va se mettre en communication avec le courtier spécialisé dans la devise en question et il va lui soumettre son offre ou sa demande. Nanti de ces renseignements, le courtier cherchera un autre spéculateur qui fera contre-partie au premier, et, ceci fait, considérera sa mission comme terminée.

On voit ainsi le rôle du courtier : lui-même ne traite pas et ne donne aucune garantie pour l'affaire qu'il a menée ; il se borne à joindre l'offre et la demande. Comme prix de ses services, il réclame une commission variable selon les devises de 1/16 0/0 à 1 0/0 et également répartie entre les contractants.

La situation indépendante qu'il occupe à l'égard des deux parties l'a désigné tout naturellement pour trancher les contestations s'élevant au sujet de la fixation d'un cours. Il intervient également avant de mettre en rapport les spéculateurs intéressés, pour fixer le taux de provision attribué à chaque affaire.

Différant déjà de la Bourse d'Anvers par la nature et les attributions de ses intermédiaires, le marché de Londres se distingue encore de cette place par l'absence d'une Bourse des devises.

(1) Voir article précité, p. 10, col. 3.

Avant la guerre, les porteurs d'effets à long terme avaient coutume de se réunir deux fois par semaine au Royal Exchange et y traitaient leurs affaires par l'entremise des courtiers. Depuis la fin de 1920, cette pratique a disparu et actuellement, le marché de Londres n'offre plus de local où les transactions puissent être conclues en commun. Le téléphone a remplacé les réunions d'autrefois. Le marché est pris dans un réseau téléphonique serré, reliant spéculateurs et courtiers par fils privés, et prolongeant ses lignes vers la province ou le continent. Au delà des mers, les communications sont assurées par câbles et la rapidité avec laquelle les télégrammes sont transmis à New-York — huit minutes pour la demande et la réponse — n'ont pas peu contribué à faire de Londres le « Clearing-House » des affaires de change américain en Europe.

Telles sont les principales caractéristiques du marché de Londres. On n'y trouve pas la même pensée directrice qui a présidé à la création de la Caisse d'Anvers, ni le même souci d'organisation. Les transactions sur devises ressortissent à la fonction des banques et elles ne diffèrent pas des autres opérations de crédit si elles ne passent pas par l'intermédiaire des courtiers. Quant à ces derniers, il semble que leurs fonctions soient plutôt d'assurer la rapidité des transactions que d'en contrôler la régularité. Devant la multiplicité des devises traitées, il fallait, en quelque sorte, compartimenter le marché de façon à permettre au spéculateur de s'adresser immédiatement là où il saurait être satisfait. C'est à quoi répondent les différents groupes de courtiers, chacun spécialisé en une ou plusieurs devises. De même qu'au Stock Exchange, l'importance des valeurs cotées a amené la divi-

sion du travail entre brokers et jobbers, de même sur le marché des changes, l'afflux et la diversité des ordres ont produit la dualité d'intermédiaire. On reconnaît là l'esprit anglo-saxon ; parfois inférieur en logique au génie latin, il regagne dans la réalisation pratique des faits ce qu'il perd en harmonie dans les idées.

CHAPITRE III. - La Place de Paris.

Le marché des devises parisien est caractérisé actuellement par une absence totale d'organisation. On n'y rencontre ni Bourse, ni intermédiaires spéciaux qui ressemblent aux commissionnaires agréés par la Caisse d'Anvers ou aux courtiers londoniens. Toutes les transactions sur devises, aussi bien à terme qu'au comptant, sont l'apanage des établissements de crédit.

Jusqu'en 1892 (1), la Bourse des changes se tenait sous le péristyle du Palais de la Bourse. Elle ne durait que quelques minutes et le commerce des devises n'était nullement réglementé. A cette date, quelques banquiers, désireux de pouvoir se réunir dans un local, louèrent par l'intermédiaire de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de Province, une des salles de la Bourse à la Compagnie des Agents de Change et constituèrent un groupement officieux sous le nom « d'Association des Banques et Banquiers pour la Location d'une salle au Palais de la Bourse ». Un règlement fut établi et son article 1^{er} donnait au Comité des Banquiers tout pouvoir pour accorder ou refuser l'accès à la salle dite « des changes ». Y étaient seulement admis les adhérents du groupement, les représentants de l'Union Syndicale des Banquiers, les courtiers de change et d'escompte agréés par le Comité. Les opérations conclues par ces divers intermédiairei-

(1) Pour plus amples détails sur l'historique du marché, consulter : La Spéculation sur les changes (extrait du rapport déposé à la Chambre des députés par M. Duboin).

res donnaient lieu à l'établissement d'un cours; communication en était faite à la Chambre Syndicale des Agents de Change qui le faisait imprimer à la suite de la cote officielle de la Bourse des Valeurs. Cette cote distinguait le papier court et le chèque, d'une part, le papier long, d'autre part. Deux cours étaient indiqués pour chaque espèce de papier : le plus haut et le plus bas, et leur moyenne réalisait approximativement le cours moyen (2). Les opérations portaient sur les quatorze devises suivantes : Allemagne, Angleterre, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Hollande, Italie, Norvège, Portugal, Russie, Suède et Suisse.

La salle « des changes » vit ses travaux momentanément interrompus par les hostilités, mais le déséquilibre monétaire qu'entraîna la guerre vint bientôt lui donner un regain d'importance. Elle retrouva toute son activité avec la réouverture de la Bourse, le 26 juillet 1915, et modifia son règlement d'un commun accord avec le Ministre des Finances et le Comité des Banquiers. Désormais, le syndic des agents de change désigna un « coteur », se tenant en permanence dans la salle pour y enregistrer tous les cours pratiqués, et l'établissement des cours définitifs devait être soumis à l'agrément d'un agent de change, commis à cet effet par la Compagnie (art. 74 du Règlement de la Chambre Syndicale des Agents de change).

Depuis l'armistice, elle se préoccupa, avec le concours de la Commission des Changes (1), de réorganiser le marché.

(2) Actuellement, le cours moyen seul figure à la cote (Décision de la Commission des changes du 10 septembre 1919).

(1) Créée le 6 Juillet 1917, cet organisme, composé de fonctionnaires du Ministère des finances, a pour mission d'étudier tous les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange de la monnaie nationale contre les devises étrangères.

Elle fit des efforts pour assurer la sincérité du cours moyen, renforça pour ses nouveaux adhérents la sévérité des conditions d'admission et inscrivit à la cote quelques devises nouvelles dont voici les principales : Argentine, Canada, Tchéco-Slovaquie, Japon, Bulgarie, Finlande, Roumanie, Hongrie et Pologne. Elle ne put cependant aboutir à une réforme d'ensemble et, en dépit d'une louable ardeur, ne parvint pas à doter le marché des changes d'un organisme qui lui permit de s'adapter aux exigences actuelles du commerce.

A première vue, pareille affirmation peut surprendre et la création d'une institution nouvelle paraître inutile. Si l'on relit, en effet, les premières pages du Code de Commerce, on voit que le législateur, en l'article 76, a investi du monopole de la négociation des lettres de change un intermédiaire spécial : l'agent de change, et l'on peut se demander pourquoi ce texte est resté lettre morte. Il semble étonnant que la Compagnie des Agents de Change, d'ordinaire si jalouse de ses prérogatives, se soit complètement désintéressée de cette partie du marché financier.

La raison en est au caractère particulier des fonctions de l'agent de change et à la nature spéciale des opérations sur devises. Les profits les plus avantageux étant réalisés par des arbitrages de place à place, les ordres donnés ou reçus exigent la rapidité dans l'exécution et la foi dans la solvabilité des contre-parties ; d'où la nécessité absolue de n'opérer qu'avec des personnes ou établissements connus, ayant un crédit notoire et prenant la responsabilité effective des marchés conclus. Qu'ont fait les agents de change pour répondre aux besoins de l'heure présente ? Bien peu, si l'on en juge par les résultats atteints. Ils n'ont pas su recruter

le personnel cambiste qui leur serait indispensable pour prendre une part active aux transactions sur devises : ils n'ont pas voulu, surtout, assumer les risques, inhérents au maniement de valeurs aussi instables, que leur qualité de « ducroire » met légalement à leur charge. Défaut d'organisation matérielle, désir de ne pas accroître leur responsabilité en étendant le champ de leurs opérations, telles sont les deux considérations qui semblent motiver l'attitude actuelle des agents.

Dans ces conditions, les donneurs d'ordre ont dû recourir aux bons offices d'un intermédiaire mieux outillé et plus audacieux : le banquier. C'est ainsi que les agents de change, en dépit de leur qualification, se sont vus dépossédés de leur fonction originaire et ont été conduits à borner leur intervention à la cotation officielle des cours.

Cet état chaotique dans lequel se trouve le marché des changes a motivé des réclamations de la part des commerçants et industriels qui allèguent à juste titre l'exemple de l'étranger et les résultats bienfaisants pour les relations commerciales déjà obtenus. Leurs plaintes ont été entendues et, à l'heure où nous écrivons ces lignes, vient de se constituer, pour une durée de six années, une société civile qui a pris le titre de « Société d'Etudes de la Caisse Internationale des Changes de Paris ». Voici quel en est l'objet :

a) Créer une Société anonyme, sous le nom de « La Caisse Internationale des Changes de Paris », destinée à garantir toute opération effectuée sur le marché à terme des changes de Paris ;

b) Rechercher des correspondants pour établir des suc-

sursales dans les grands centres cambistes de l'Europe et des Etats-Unis ;

c) Préparer la transformation de la dite Société civile en Société anonyme dès la promulgation du règlement du marché à terme de Paris.

Il ressort clairement du premier alinéa de ce projet ainsi que des procès-verbaux des séances de la Commission d'Etudes que l'organisation de la future Caisse de Paris sera calquée sur celle d'Anvers. Les mêmes conditions seront imposées aux intermédiaires ; le rôle de la Caisse sera identique, et les marchés de différences y seront également considérés comme exceptionnels. C'est dire qu'on ne pourra pas traiter des opérations à prime ni conclure des marchés reports. Faut-il le regretter ?

Il semble que les achats à prime pourraient présenter quelque utilité. Supposons un vendeur de devises à découvert ; ne pouvant pas pour une raison quelconque couvrir son opération par un achat au comptant, il trouvera dans un achat à prime une garantie efficace contre une hausse ultérieure des cours, tout en n'ayant à déboursier que le dépôt fixé pour les opérations à terme. Avec une avance de fonds relativement minime, il se sera assuré contre des fluctuations de cours imprévues.

Soit un vendeur de 1.000 livres sterling, au cours de 50 fr., fin courant. N'ayant pas l'argent nécessaire pour faire la contre-opération au comptant, il achète 1.000 livres sterling, à 49 d. 25 par exemple, moyennant une couverture de 2.500 francs. Le jour de la liquidation, la livre cote 52. Il lève les devises achetées conditionnellement et par une revente immédiate, il liquide sa position en gagnant 3.000 francs. Ne

pouvant reporter sa première position vendeur, il achète 1.000 livres sterling en liquidation au cours de 52 et les livre à son acheteur ferme ; il perd de ce fait 2.000 francs qui, déduits de son gain de 3.000 francs, lui laissent encore à son profit une différence brute de 1.000 francs. Inversement, si une baisse de cours était survenue, il aurait perdu 750 francs du fait de l'abandon de sa prime, mais aurait vu son bénéfice concernant sa première opération, devenir illimité. Dans les deux cas, le marché à prime lui aurait été favorable.

Aussi ne peut-on s'expliquer l'exclusion de ce genre d'opérations qu'en se reportant à l'idée maîtresse du projet : créer un marché à terme qui permette à tous les négociants de fixer définitivement le prix de leurs achats ou le montant de leurs ventes, au moment de la conclusion des contrats. C'est dire que, seules, les opérations commerciales effectives ont été envisagées et qu'on n'a pas songé ou pas voulu faciliter le jeu de la spéculation. Il est bien évident qu'un vendeur ferme n'a nul besoin de se couvrir par une contre-opération et que, pour lui, le marché à prime n'est d'aucune utilité ; mais il est permis de se demander si, en entravant de parti pris les combinaisons des spéculateurs, on ne nuira pas indirectement aux négociants sérieux (1).

Encore plus regrettables, suivant nous, est la prohibition du report. Si la méfiance témoignée à l'égard du marché à prime peut se justifier plus ou moins par le désir de modérer la spéculation, la même excuse ne saurait valoir pour le report. Supposons le cas suivant : un acheteur de devises, la veille de prendre livraison, se trouve dans l'impossibilité de régler le prix de son achat, par suite de la disparition d'une

(1) Voir supra, l'opinion déjà citée de M. Keynes, p. 39.

créance dont il escomptait la rentrée pour faire honneur à son engagement. S'il s'était adressé à une banque pour traiter cette opération, celle-ci, ayant foi en sa solvabilité, aurait toute latitude pour lui livrer les devises dont il a besoin et pour en proproger le paiement. En sera-t-il de même avec la Caisse? Non! Le jour de la liquidation, l'acheteur sera proclamé défaillant; la Caisse résiliera son contrat au cours du jour et, en cas de baisse de la devise traitée, le débitera de la différence en sa défaveur. Le négociant en question supportera ainsi une perte définitive qu'il n'aura en rien méritée et l'exécution dont il aura été victime pourra entacher à l'avenir son honorabilité commerciale. Si l'on veut bien se souvenir que l'objet principal de la Caisse est de faciliter et de favoriser le commerce, on conviendra que le résultat ainsi obtenu est contraire à ses desseins, pour ne pas dire à l'équité.

Quels sont donc les motifs qui peuvent avoir validé aux yeux des fondateurs de la Caisse la défense d'une opération aussi légitime que le report? Est-ce la crainte d'avoir à avancer au reporté les fonds qui lui sont nécessaires pour liquider son premier marché? Evidemment non! L'acheteur à terme qui voudrait se faire reporter opérerait comme dans une bourse de valeurs; par une revente au comptant, il dénouerait son contrat venu à échéance et, avec les fonds ainsi réalisés auxquels il ajouterait de sa poche la différence éventuelle provenant d'une baisse des cours, il réglerait son vendeur. La responsabilité pécuniaire de la Caisse ne saurait, de ce fait, être mise en cause.

La difficulté est ailleurs. Elle réside dans le déséquilibre qui pourrait exister, le jour de la liquidation entre les de-

mandes des reportés et les offres des reporteurs, ou, si l'on préfère, dans l'impossibilité où se trouveraient les acheteurs à terme de dénouer leur marché échu par suite d'une pénurie d'acheteurs au comptant et de vendeurs à terme (1). L'opération fondamentale du report, la vente au comptant, ne pouvant avoir lieu faute de contre-partie, l'acheteur à terme ne pourrait songer à prolonger son engagement. Pareille situation n'est pas purement théorique ; il est certain qu'une balance de commerce déficitaire, comme cela s'est vu pour la France ces dernières années, aurait amené maints exemples de cette disparité de positions.

Quelle que soit la force de cette objection, elle ne paraît pourtant pas définitive si on laisse le champ libre à la spéculation. L'excès de vendeurs à terme se traduira par l'apparition d'un déport et incitera les capitalistes à utiliser leurs disponibilités à l'étranger en tirant sur leurs débiteurs des lettres de change qu'ils céderont temporairement aux reporteurs ; inversement, une majorité d'acheteurs engendrera une hausse du taux des reports et fera affluer les prêteurs de capitaux.

Ce mouvement sera encore accéléré, soit par des arbitrages entre le terme et le comptant sur la même place, soit par des arbitrages de place à place. Les correspondants étrangers de la Caisse, prévus par l'alinéa 2 du projet contribueront à fournir les contre-parties que la position du marché ne permettrait pas de trouver à Paris ; ils éviteront ainsi, aux reportés une cherté excessive du prix des reports et aux reporteurs le paiement d'un déport.

(1) La même hypothèse vaut, *mutatis mutandis*, pour les reports vendeurs.

Telle sera dans ses grandes lignes le futur marché de Paris. Sa ressemblance avec la Caisse d'Anvers nous dispense d'entrer dans de plus longs détails, ce que nous avons dit pour l'un valant également pour l'autre. Nous ne doutons pas qu'une fois connue des négociants français, la nouvelle bourse des changes ne facilite grandement, comme sa sœur belge, les relations commerciales et n'agisse efficacement sur la stabilisation des changes ; mais il est cependant permis de se demander s'il n'a pas prévalu, lors de sa fondation, un trop grand rigorisme de principes, et si, comme nous le croyons, en voulant éviter à tous le reproche de spéculateurs on n'a pas nui aux intérêts de beaucoup. -

DEUXIÈME PARTIE

Des marchés à terme au point de vue juridique.

TITRE I.

De la légalité des Marchés à terme.

Avec le chapitre précédent, nous avons quitté le côté économique du sujet. Il nous reste maintenant, avant de clore cette étude, à en traiter la partie juridique. La première question qui nous retiendra sera celle de la légalité des marchés à terme. Bien que n'offrant plus depuis la loi de 1885 qu'un intérêt rétrospectif, elle a donné lieu à trop de controverses fameuses, elle présente un enseignement historique trop vivant pour que nous ayons pu la passer sous silence. Le présent titre sera divisé en trois chapitres. Le premier sera consacré à l'examen des arrêts de l'ancienne France ; le deuxième passera en revue les lois de la période révolutionnaire ; dans le troisième nous donnerons un aperçu général de la doctrine et de la jurisprudence depuis la publication des Codes jusqu'à la loi de 1885.

CHAPITRE I. - Arrêts de l'Ancienne Monarchie.

A la fin du xvii^e siècle, les actions étaient fort répandues et offraient un placement avantageux auquel les gentilshommes pouvaient confier leur fortune sans déroger. Mais on ne connaissait pas encore le mécanisme du crédit factice et les ressources passagères de l'agiotage. Il fallut que l'Ecossois Law vint en France offrir ses services au Régent pour ouvrir aux spéculateurs des horizons jusque là inconnus. A cette époque, les finances publiques étaient dans un désarroi inquiétant ; il devenait nécessaire d'acquitter les dettes dues à la prodigalité de Louis XIV et de réparer les ruines de toute nature que le vieux roi avaient léguées, en mourant, à son successeur.

« Le Régent, après avoir eu recours aux expédients ordinaires des emprunts, de la vénalité des faveurs, de l'altération des monnaies, avait fini par écouter les suggestions de Law. Homme instruit, habile, ardent, Law, qui n'avait pu réussir en Ecosse, sa patrie, n'en était pas moins resté convaincu lui-même de la solidité et de la possibilité d'application de toutes ses vues financières. Suivant lui, la richesse est d'autant plus grande que le principal agent des échanges devient plus abondant et le billet de banque est surtout utile en ce qu'il se prête à une augmentation aussi rapide que possible du signe représentatif ; mais le souverain, donnant seul la valeur aux monnaies, le billet, pour acquérir et conserver sa valeur, doit s'appuyer sur l'Etat. Pour obtenir cet

appui, une banque devait donc accepter les obligations de l'Etat comme pouvant former une part importante de son capital. D'un autre côté, il fallait que la banque se créât par actions et pour attirer les actionnaires, il fallait leur offrir l'appât des bénéfices commerciaux en obtenant la concession de quelques privilèges. Le système avait ainsi pour éléments essentiels : le billet et l'action. » (1).

L'accueil que le public fit aux nouvelles actions de la Compagnie des Indes sembla justifier tout d'abord la conception de Law et la rue Quincampoix fut pour beaucoup de joueurs une véritable terre promise. Malheureusement, le succès ne fut pas de longue durée ; l'abîme s'ouvrit bientôt sous les pas des spéculateurs, et le nombre de fortunes qui y furent englouties fut considérable. Devant la lamentation générale le Pouvoir estima que pour mettre, à l'avenir, le crédit public à l'abri de telles éventualités, il était bon de limiter les opérations de Bourse aux marchés au comptant. C'est ainsi qu'apparurent les premières dispositions réglementaires concernant les contrats à terme. Le 24 septembre 1724, un arrêt du Conseil du Roi les prohiba. Cet arrêt déclare qu' « il sera établi dans la ville de Paris, une place appelée « La Bourse » pour les négociations des lettres de change, billets au porteur et à ordre et autres papiers commercables, marchandises ou effets : il institue, en outre, la Compagnie des agents de change avec le privilège exclusif de présider à la vente des effets publics « pour en détruire les ventes simulées qui en ont causé jusqu'à présent le discrédit ».

Sous prétexte de réglementer les transactions effectuées

(1) Horace Say ; *Dictionnaire de l'Economie Politique*.

par les agents, les articles 29 et 30 supprimaient implicitement tout marché à terme.

« Art. 29. — Les négociations seront toujours faites par le ministère de deux agents de change ; à l'effet de quoi les particuliers qui voudront acheter ou vendre des papiers commercables et autres effets, remettront l'argent ou les effets aux agents de change, avant l'heure de la Bourse.

« Art. 30. — Lorsque deux agents de change seront d'accord à la Bourse d'une négociation, ils se donneront réciproquement leurs billets, portant promesse de se fournir dans le jour, savoir : par l'un les effets négociés et, par l'autre, le prix des dits effets. »

On reconnaît à la lecture de ces lignes le caractère exagéré des mesures administratives sorties du ministère Dubois. Circonscrire les opérations de Bourse dans les marchés au comptant était une idée étroite, contraire à l'intérêt général. Aussi l'arrêt de 1724 tomba-t-il promptement en désuétude et ses prescriptions rigoureuses ne durèrent pas plus longtemps que le souvenir des désastres qui les avaient motivées.

Le préambule de l'arrêt du 7 août 1785, prohibant les ventes à découvert, nous apprend, en effet, que les marchés à terme étaient alors plus fréquents que jamais. A cette époque, comme en 1718, la désorganisation était grande et le mauvais état du Trésor Public avait eu pour conséquence une baisse rapide des cours de Bourse. Il y avait là matière à inquiéter un contrôleur général des finances. M. de Calonne crut ou tout au moins affecta de croire que de la spéculation venait tout le mal et, pour y couper court, il provoqua un arrêt du Conseil.

« Le Roi est informé que, depuis quelque temps, nous dit

le préambule, il s'est introduit dans sa capitale un genre de marchés ou de compromis aussi dangereux pour les vendeurs que pour les acheteurs, par lesquels l'un s'engage à fournir à des termes éloignés des effets qu'il n'a pas, et l'autre se soumet à les payer sans en avoir les fonds, avec réserve de pouvoir exiger la livraison avant l'échéance, moyennant l'es-compte ; que ces engagements, qui, dépourvus de cause et de réalité, n'ont suivant la loi, aucune valeur, occasionnent une infinité de manœuvres insidieuses, tendantes à dénaturer momentanément les cours des effets publics, à donner aux uns une valeur exagérée et à faire des autres un emploi capable de les décrier ; qu'il en résulte un agiotage désordonné que tout sage négociant réproouve... »

La conclusion de ces prémisses était l'article 7, qui déclarait : « nuls, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques qui se feraient à terme et sans livraison desdits effets ou sans le dépôt réel d'iceux, constaté par acte dûment contrôlé, au moment même de la signature de l'engagement.

« Défend très expressément Sa Majesté d'en faire de semblables à l'avenir, à peine de 24.000 livres d'amende au profit du dénonciateur et d'être exclu pour toujours de la Bourse ou si c'étaient des banquiers d'être rayés de la liste ».

Telles sont les prescriptions de cet arrêt qui ne vise que les ventes à découvert. Les achats à terme se trouvent tacitement autorisés, puisque aucune prescription n'a trait au dépôt préalable de l'argent nécessaire aux donneurs d'ordre pour lever les titres. Ce que poursuivait M. de Calonne, ce n'était pas une œuvre de morale publique ; ce qu'il voulait atteindre, c'était la spéculation à la baisse, rendue respon-

sable du désarroi financier du royaume. Quelques mois plus tard, le 2 octobre 1785, un autre arrêt vint renouveler la prohibition précédente, tout en facilitant la preuve de la propriété des titres vendus.

« Art. 6. — Ordonne pour l'avenir, Sa Majesté, que la disposition de l'article 7 de son arrêté du 7 août dernier, par lequel, conformément aux anciennes ordonnances, Elle a déclaré nuls les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à terme sans livraison des dits effets, ou sans le dépôt réel d'iceux, sera exécutée selon sa forme et teneur dans tout son royaume ; entend Sa Majesté, qu'il pourra seulement être supplée au susdit dépôt par ceux qui, étant constamment propriétaires des effets qu'ils voulaient vendre et ne les ayant pas alors entre leurs mains, déposeront chez un notaire les pièces probantes de leur libre propriété. »

Cet arrêt déclare licites tous marchés à terme et sanctionne leur exécution pourvu que le vendeur opère le dépôt des effets au moment de l'engagement ou consigne chez un notaire les pièces probantes de sa propriété.

Les efforts de réglementation restant impuissants, intervint, le 22 septembre 1786, un nouvel arrêt du Conseil dont le préambule était ainsi conçu :

« Les défenses portées par l'arrêt du 7 août 1785 ont, à la vérité, anéanti l'usage de ces compromis illusoires, inventés par la cupidité et qui présentaient des pièges à la bonne foi, des ressources à l'intrigue et des écueils à tous les gens avides de fortune ; mais l'intérêt toujours ingénieux à s'affranchir de ce qui le captive, a trouvé moyen d'éluder le règlement qui interdit tout marché d'effets royaux ou pu-

blics, sans livraison ou dépôt réel des objets vendus ; des reconnaissances concertées, des déclarations annulées par des contre-lettres et des dépôts fictifs, voilent aujourd'hui les contraventions et rendent fort difficile d'en découvrir la trame.

« Sa Majesté, instruite des abus qui se perpétuent à l'aide de ces divers déguisements, a jugé à propos, pour y apporter un nouvel obstacle, d'ajouter aux prohibitions précédentes, celle de ne faire à l'avenir aucun marché d'effets, ayant cours à la Bourse, dont la livraison se trouverait différée au delà d'un terme qu'Elle a fixé d'après ce qui s'observe dans les plus grandes places de commerce des pays étrangers. »

L'arrêt fixait à deux mois le terme en question.

Enfin, un dernier arrêt du 14 juillet 1787 renouvela les prohibitions des marchés à terme fictifs et édicta quelques pénalités nouvelles contre les contrevenants.

Ces arrêts n'ayant pas été revêtus de lettres patentes ou enregistrés au Parlement, leur légalité fut un instant contestée. Mais, aujourd'hui, on s'accorde à reconnaître que l'Assemblée Nationale, par un décret du 29 juillet 1792, a décidé qu'on ne pourrait se prévaloir à leur encontre du défaut d'enregistrement et que la loi du 28 Vendémiaire an IV, en annulant les marchés à terme comme interdits par les précédents gouvernements leur a donné force de loi.

CHAPITRE II. - Législation de la Période révolutionnaire.

On pourrait croire que, sur ce point, comme sur tant d'autres, la Révolution fit œuvre de réaction radicale dans le sens du principe, alors si prôné, de liberté économique. Il n'en fut rien ; les dispositions restrictives des anciens arrêts du Conseil furent encore aggravées. Comme la Royauté, la Convention, aux prises avec les mêmes difficultés, chercha par les mêmes moyens à réagir contre les jeux de Bourse et la baisse des effets publics qui compromettait l'avenir de son crédit.

Un décret du 13 Fructidor an III déclara « agioteur » et punit de peines rigoureuses tout spéculateur convaincu d'avoir vendu des marchandises ou effets dont il n'était pas propriétaire au moment de la vente.

« Tout contrevenant, dit l'article 3, sera condamné à deux années de détention, à l'exposition en public, avec un écriteau sur la poitrine portant ce mot : « Agioteur », et tous ses biens seront, par le même jugement, confisqués au profit de la République. »

Puis vint la loi du 28 Vendémiaire an IV, dont voici le préambule :

« Considérant que celui-là est agioteur criminel qui, par son choix met son intérêt en compromis avec son devoir, en faisant des opérations d'une nature telle qu'elles ne peuvent lui rapporter quelque bénéfice qu'au détriment de la chose publique ; que tel est le cas de celui qui achète à terme des

matières ou espèces métalliques dans la coupable espérance que le jour où le marché se réalisera, les espèces auront haussé de valeur et que la monnaie nationale aura perdu la sienne ; que tel est encore le cas de celui qui, sans besoin de commerce, achète, accapare les lettres de change sur l'étranger dans l'espoir de les revendre avec bénéfice, lorsque l'assignat sera déprécié ; que celui qui vend à terme sans avoir des intentions aussi blâmables s'expose, par son imprudence, à produire les mêmes effets, savoir : l'avilissement de l'assignat, le renchérissement de toutes les marchandises et de tous les objets de première nécessité. »

En conséquence, le législateur prohiba expressément les achats et ventes à terme ou à prime.

Chapitre premier

« ART. 15. — Il est défendu à toute personne de vendre ou d'acheter, ni de prêter son ministère pour aucune vente ou achat de matières ou espèces métalliques à terme ou à prime ; aucune vente de ces matières ne pourra avoir lieu qu'au comptant ; de telle sorte que les objets vendus devront être livrés et payés dans les vingt-quatre heures qui suivront la vente.

Chapitre II

« ART. 3. — Toute négociation à terme ou à prime de lettres de change sur l'étranger, est réputée agiotage et tous les coopérateurs ou intermédiaires de pareilles transactions seront poursuivis comme agioteurs ou complices. »

Nous rencontrons ici la même interdiction que sous la royauté, mais les raisons qui font agir le législateur et le but qu'il poursuit ont varié. Ce que redoutait la Convention,

c'était la hausse des espèces métalliques et la baisse des assignats ; dès lors, la proposition de M. de Calonne est renversée. Ce sont les acheteurs à terme qui deviennent les plus coupables et les vendeurs tendant à rétablir l'équilibre entre les deux monnaies et à niveler les cours, sont considérés comme n'ayant pas « des intentions aussi blâmables ». Sous la république comme sous la monarchie, c'est un point de vue personnel qui fait encore agir les gouvernements. Il y a là « une preuve éloquente que la défense de la spéculation, en général, et des marchés à terme en particulier, ne peut se justifier par aucun vrai principe économique et a toujours été inspirée par des intérêts de circonstance, se dissimulant parfois sous de fausses apparences de moralité ou d'intérêt public » (1).

Le Directoire resta fidèle à ce système de prohibition absolue des marchés à terme, comme le prouve son arrêté sur la Bourse du 2 Ventose an IV.

« ART. 2. — Nul ne pourra y vendre ou échanger des matières ou espèces métalliques, ni des assignats et faire aucun traité relatif si conformément au vœu de la loi du 13 Fructidor, il ne justifie qu'il est actuellement possesseur des objets à vendre ou à échanger et ce, par la production d'un certificat de dépôt des dits objets, soit chez un des vingt agents de change, soit chez un des notaires du canton de Paris. »

Sans mentionner directement les marchés à terme, le Consulat poursuivit la même politique en rendant l'agent de change responsable envers ses collègues du paiement du prix et de la livraison des effets. En mettant l'exécution des contrats à la charge des agents, le législateur pensait en

(1) Guillard Opérations de Bourse p. 129

assurer la réalité. Voici ce que nous dit, en effet, l'arrêté du 27 Prairial an X :

« ART. 13. — Chaque agent de change, devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète, est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura vendu et acheté.

CHAPITRE III. - Législation actuelle.

Les années qui ont précédé le vote de la loi de 1885 sont marquées, en ce qui concerne la légalité des marchés à terme, par une divergence d'opinions très nette entre les auteurs ainsi que par les hésitations et les incertitudes des décisions judiciaires. Si l'on veut trouver les motifs d'un doute aussi prolongé, il semble qu'il faille frapper à plusieurs portes. La connaissance peu approfondie du mécanisme des opérations de Bourse, la difficulté de faire le départ entre la spéculation et les marchés sérieux ont contraint les juges à statuer plutôt en fait qu'en droit et à former leurs avis d'après des présomptions souvent fragiles. La doctrine elle-même, était impuissante à leur venir en aide. Interrogeons, en effet, les Codes. Que pouvaient-ils répondre ?

Le Code Civil ne contient aucune disposition relative aux négociations d'effets publics. Les spéculations étant qualifiées jeux de Bourse, les articles sur le jeu et le pari semblaient régir la matière. Voici quelle en était la portée :

« ART. 1965. — La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari.

« ART. 1967. — Dans aucun cas, le perdant ne peut répéter ce qu'il a volontairement payé, à moins qu'il n'y ait eu, de la part du gagnant, dol, supercherie ou escroquerie. »

Le Code de Commerce, lui était plus explicite. Sans autoriser, ni prohiber expressément les marchés à terme, il imposait aux agents de change des obligations qui pouvaient

paraître incompatibles avec le mécanisme de ces contrats.

« ART. 85. — Un agent de change ou courtier ne peut, dans aucun cas et sous aucun prétexte, faire des opérations de commerce ou de banque pour son compte. Il ne peut s'intéresser directement, ni indirectement, sous son nom, ou sous un nom interposé, dans aucune entreprise commerciale. Il ne peut recevoir ni payer pour le compte de ses commettants.

« ART. 86. — Il ne peut se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'entremet. »

Quant au Code Pénal, il ne s'occupait que des paris sur la hausse et la baisse des effets publics, opérations qu'il punissait dans ses articles 421 et 422.

« ART. 421. — Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'article 419 (emprisonnement de un mois à un an et amende de 500 à 1000 frs.)

« ART. 422. — Sera réputée pari de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne se sont pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention, ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison. »

En présence de textes aussi peu précis, il est aisé de comprendre l'indécision des auteurs et la facilité avec laquelle deux camps opposés pouvaient puiser des armes dans le même article. Aussi, bien que les principes soient restés immuables, les théories et les arrêts ont évolué dans un sens tantôt libéral, tantôt restrictif, plutôt sous l'influence des événements et des mœurs qu'en vertu d'une stricte application des lois. On y peut voir « comme une fidèle peinture des

divers courants d'idées qui ont entraîné les générations de notre siècle, tantôt vers la liberté des spéculations de Bourse, tantôt vers leur proscription, tantôt enfin du côté d'une tolérance étroite et variable ». (1)

Nous étudierons successivement la doctrine, la jurisprudence et la réforme législative de 1885.

SECTION I. — *Etude de la Doctrine.*

Les partisans d'un premier système prétendaient que les textes des anciens arrêts du Conseil du roi, des lois et arrêtés des gouvernements révolutionnaires, n'ayant pas été abrogés par une loi spéciale, devaient encore être appliqués. Aux articles des nouveaux Codes invoqués comme contenant abrogation implicite de ces vieilles dispositions, ils répondaient qu'il n'était possible d'induire des prescriptions nouvelles la suppression tacite des anciennes, qu'autant que leur application serait inconciliable avec celle des premières et qu'elle ne pussent, les unes et les autres, produire simultanément leurs effets.

Mais il n'en était pas ainsi. Rien ne s'opposait, en effet à ce que, conformément aux arrêts du Conseil, les marchés à terme sur effets publics fussent annulés lorsqu'ils n'avaient pas été précédés du dépôt prescrit et à ce qu'il y eût application des peines édictées par les articles 421 et 422 du Code pénal lorsque le vendeur n'avait pas à sa disposition, au moment du contrat, les effets vendus, ou lorsqu'il ne devait pas les avoir à l'époque de la livraison. Les arrêts du Con-

(1) Guillard op. cit. p. 183

seil, disait-on, ne prononcent que dans un intérêt purement civil sur l'acte passé entre les parties ; le Code pénal ne dispose, dans les cas qu'il prévoit, qu'à l'égard de la personne des contractants. L'application simultanée des deux textes est ainsi parfaitement possible.

Tel était le système résumé en ces termes par Molloy : « Nous ne trouvons dans les dispositions postérieures au Code civil aucun texte qui ait abrogé les anciens arrêts du Conseil implicitement ou explicitement. La matière étant spéciale, il aurait été nécessaire aussi qu'une dérogation spéciale intervint. Il est vrai que les arrêts du Conseil avaient infligé aux contrevenants des peines qui ont été modifiées par les articles 421 et 422 du Code Pénal ; mais cette circonstance ne suffit pas pour qu'on puisse en induire l'abrogation des arrêts. » (1)

Cette théorie établissait ainsi une distinction entre le caractère civil des arrêts du Conseil et le caractère pénal des articles 421 et 422 ; d'après ses défenseurs, la légalité des marchés à terme était toujours régie par les arrêts rendus sous le règne de Louis XVI et le Code Pénal n'avait innové qu'en matière délictuelle.

Nombreuses furent les critiques suscitées par cette conception. Troplong s'en fit l'interprète et soutint avec beaucoup de force que les anciens arrêts avaient été abrogés par les nouveaux Codes.

D'après le savant magistrat, les articles 421 et 422 du Code Pénal composaient un système complet de législation sur la matière et présentaient des différences radicales avec les propositions des arrêts du Conseil

(1) Molloy. Bourses de Commerce, p. 358.

« La vérité, dit-il, est que les arrêts de 1785 et 1786 sont le vrai Code Pénal de l'ancien régime sur les jeux de bourse et qu'ils sont abrogés en cette partie par le Code Pénal de 1810, qui a entendu régler la même matière. C'est, de part et d'autre, la même pensée, procédant sur des faits identiques, mais les envisageant d'un autre point de vue. Voulez-vous la définition du pari de bourse ? Elle vous est donnée par le préambule de l'arrêt du 7 août 1785 et par son article 7. Mais est-ce celle là que l'on trouve dans l'article 422 du Code pénal ? La définition de ce dernier article n'est-elle pas différente ? Soutiendra-t-on par hasard qu'il y a deux sortes de paris illicites et que la dernière définition ne renverse pas l'autre ? Puis voulez-vous la peine ? Elle est écrite dans les arrêts du Conseil. Or, encore une fois, est-ce celle-là que le Code pénal a édictée ? Eh ! bien donc, il faut le reconnaître, tout a été changé : condition du délit, peine du délit. Et l'on voudrait exhumer cette lettre morte et l'accoler à la lettre vivante de la loi nouvelle. » (1)

Le Code pénal a ainsi transformé complètement le système des anciens arrêts et ceux-ci doivent être tenus pour virtuellement abrogés. Il y a donc lieu d'appliquer le principe d'après lequel les lois postérieures dérogent aux anciennes.

La même raison fit repousser à Troplong la distinction que Molloy avait voulu établir entre la nullité civile des marchés et leur caractère pénal. Le fameux arrêt de la cour suprême du 11 août 1824 (2) avait admis ce système de conciliation dans un de ces considérations. Troplong s'en étonne et y répond de la façon suivante :

(1) Troplong. Contrats aléatoires n° 136—137—138.

(2) Dalloz Arrêts de Cass. 1824, p. 360.

« Les arrêts du Conseil, ajoute-t-on, ne prononcent que dans un intérêt purement civil sur l'acte passé entre les parties, et le Code pénal, qui n'avait à s'occuper ni de cet acte ni de cet intérêt, ne prononce, dans le cas qu'il prévoit, que sur la personne des contractants. Quand je m'arrête devant un si étrange considérant, je suis tenté de croire que j'ai mal lu les arrêts du conseil de 1785 et 1786. Je m'accuse d'inadvertance et je lis de nouveau ces débris d'un système de transition. Mais bientôt la surprise fait place à la défiance de moi-même et le reproche se trouve rétorqué. Comment ! Ces arrêts ne prononcent que dans un intérêt purement civil, sur l'acte passé entre les parties ! Et cependant j'y trouve : Défend très expressément Sa Majesté d'en faire de semblables à l'avenir à peine de 24.000 livres d'amende au profit du dénonciateur et d'être exclu pour toujours de l'entrée de la Bourse. »

« Est-ce là ce qu'on appelle se prononcer que dans un intérêt purement civil. sur l'acte passé entre les parties, tandis que le Code pénal, seul, prononce sur la personne des contractants ? (2)

Non ! les articles 421 et 422, en modifiant les conditions du délit, la sévérité de la peine qui lui est applicable, ont eu pour but et conséquence de changer aussi toute l'économie des anciens arrêts et on ne peut appliquer les 2 systèmes de législation sans aller contre la volonté du législateur.

Sur le terrain du droit civil Troplong et ses partisans citaient également certains textes du Code posant des principes généraux et parfaitement applicables aux marchés à termes :

(2) Troplong op. cit. n° 135.

« ART. 1583. — La vente est parfaite entre les parties et la propriété est acquise de droit à l'acheteur à l'égard du vendeur, dès qu'on est convenu de la chose et du prix, quoique la chose n'ait pas encore été livrée, ni le prix payé.

Pourquoi, dans ces conditions, vouloir s'obstiner au maintien des vieilles règles ?

La question de l'abrogation des anciens arrêts du Conseil une fois vidée, les adversaires de la légalité des opérations à terme ne s'écartent pas tenus pour battus et c'est dans le Code de Commerce qu'ils ont été chercher de nouvelles armes. Que disent en effet les articles 85 et 86 ? Que l'agent de change ne peut recevoir ni payer, pour le compte de ses commettants et qu'il ne peut se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'entremet.

De ces prohibitions ne résulte-t-il pas que tout marché à terme est nul, puisque l'agent de change qui opère pour son client, étant tenu au secret, doit garantir que l'exécution du marché aura lieu au terme fixé ? Pour échapper à cette obligation il ne devrait conclure des marchés qu'après avoir reçu les titres à livrer ou les sommes à payer. Cette formalité n'est pas remplie dans les opérations à terme : dès lors, les clients, s'ignorant réciproquement ne sont pas obligés l'un envers l'autre, et leurs agents de change deviennent, en leur lieu et place, garants de l'exécution des contrats, ce que leur interdit l'article 86 du Code de commerce.

Tel était l'argument invoqué par M. Boerlan pour soutenir la nullité des marchés à terme.

On lui a répondu avec raison que présentée sous cette forme, son objection a une portée plus grande que celle qu'il lui attribuait et qu'elle ne tendait rien moins qu'à déclarer

illégale toute opération de bourse, même contractée au comptant. La profession d'agent de change consiste dans la négociation des effets publics et privés, c'est-à-dire dans le fait de payer et de recevoir pour les acheteurs et vendeurs ; l'agent étant un commissionnaire ducroire est responsable envers son client de l'exécution du marché contracté avec un confrère et est garant vis-à-vis de son confrère de la solvabilité de son propre commettant. Il doit, il est vrai, suivre certaines règles dans l'exercice de sa profession ; mais il suffit de voir dans quel esprit ces prescriptions ont été édictées pour juger sainement les dispositions des articles 85 et 86.

Le législateur a voulu empêcher que les agents de change puissent se trouver placés entre leur intérêt et leur devoir et, à cet effet, il leur a interdit de prêter la main à des opérations de banque, de commerce ou de spéculation, de s'y intéresser et d'en faire pour leur propre compte. Tel est le sens de l'article 85..

Quant à l'article 86, il ressort très nettement du rapport fait au Corps législatif par le tribun Jard-Parvilliers, à la séance du 27 novembre 1807, qu'il n'a eu d'autre but que d'empêcher les agents « de s'engager à l'avenir, par l'appât d'un droit de commission plus ou moins fort, dans des engagements hasardeux qui peuvent compromettre non seulement leur fortune et quelquefois leur honneur personnel, mais encore la réputation de leur compagnie. » Dès lors, l'article 86 signifiait seulement que les agents de change ne peuvent pas se rendre volontairement garants d'une opération, donner par exemple leur aval sur une lettre de change, mais rien n'empêchait qu'ils fussent responsables à raison

de la nature même des opérations faites dans l'exercice de leur ministère. En raison de leurs caractères particuliers, les marchés à terme rentraient dans cette dernière catégorie, sans pour cela transgresser les dispositions de la loi.

C'est ainsi que la jurisprudence a toujours interprété le sens des articles 85 et 86. Parmi les nombreux arrêts qui ont eu à trancher la question, il n'en est pas un, à notre connaissance, qui ait invoqué l'article 86 pour annuler une opération à terme. Si cet argument eut possédé la solidité que lui attribuait M. Bozérian, les tribunaux eussent trouvé en lui une fin de non recevoir, contre les transactions de bourse, bien supérieure à celle que leur fournissait l'article 1965 du Code civil. Leur silence sur ce point semble être pour notre théorie la meilleure confirmation qu'il nous soit permis de désirer.

Tenant le juste milieu entre les deux systèmes que nous venons d'exposer, se dresse une troisième conception qui a emprunté à chacun d'eux certaines de leurs affirmations.

Tout en admettant que les anciens arrêts du Conseil aient été abrogés par les lois postérieures, les partisans de cette nouvelle doctrine prétendaient que, dans les opérations de bourse, il fallait établir une distinction : valider les marchés présentant un caractère réel, sérieux et refuser toute action à celui qui se prévaudrait d'un marché fictif pour faire sanctionner son droit par la justice.

Pour qu'une espèce de pari tombe sous l'application de l'article 1965 c. civ., disait-on; il n'est pas nécessaire que le législateur l'ait spécialement prévue. Dire que l'article 1965 ne s'applique qu'aux jeux de hasard et non aux opérations de bourse, c'est en restreindre singulièrement la portée.

Il est conçu en termes très généraux ; il laisse donc toute liberté d'appréciation aux tribunaux.

Il est de principe que les juges peuvent rechercher la nature réelle et véritable des actes qui leur sont soumis, quels que soient le nom et la forme qu'ils revêtent. On ne voit pas pour quels motifs on leur aurait enlevé ce pouvoir en présence d'opérations qualifiées marchés à terme, mais ne servant en vérité qu'à déguiser un pari. La conclusion est que les Tribunaux peuvent appliquer l'article 1965 s'ils reconnaissent que l'opération litigieuse constitue un pari ; dans le cas contraire, ils devront s'abstenir.

Pour asseoir leur opinion, ils devront dégager la véritable intention des parties d'un examen méthodique des faits de la cause ; en particulier, il ne pourront admettre l'exception de jeu contre un agent de change qu'après s'être assuré de la mauvaise foi de l'agent et de sa complicité avec son client. L'agent de change n'étant, en définitive, qu'un mandataire chargé de vendre ou d'acheter des effets, il est naturel de décider, jusqu'à preuve contraire, qu'il a dû croire à des opérations sérieuses et réelles de la part de son client.

Ce système fût adopté par la jurisprudence, dans les années immédiatement antérieures à la loi de 1885. Sa mise en œuvre impliquait certainement quelque arbitraire et quelque incertitude. Où finit la spéculation licite ? Où commence le jeu ? Les juges devaient souvent éprouver quelque difficulté à se faire une saine appréciation des circonstances et du véritable caractère d'une opération. Si fondées que soient ces critiques, la faiblesse d'application de cette doctrine ne pouvait obscurcir sa parfaite construction théorique et les textes alors en vigueur ne permettaient pas à la juris-

prudence de la condamner.

Nous n'insistons pas davantage sur cette conception ; nous allons voir l'usage qu'en firent les tribunaux au chapitre suivant.

SECTION II. — *Etude de la Jurisprudence*

Jusqu'en 1823, la question de la légalité des marchés à terme ne paraît pas faire de doute en faveur de l'affirmative. La Jurisprudence estime que ce genre d'opération est formellement autorisé par l'arrêt du Conseil du 22 septembre 1786 et que ses dispositions n'ont été rapportées par aucune loi.

Semblable indulgence vis-à-vis des spéculateurs ne dura pas. Les tribunaux s'émurent bientôt de la spéculation effrénée qui se donnait libre cours et sacrifièrent les marchés à terme qu'ils avaient longtemps sanctionnés. On était alors dans les premières années de la Restauration. Le gouvernement avait de grandes ruïnes à réparer et l'argent se faisait rare dans les caisses du Trésor. La crise financière reparût, comme aux beaux jours de la Régence, avec son inévitable cortège d'agioteurs. Les abus que en résultèrent vinrent déconsidérer les opérations de crédit, négociées par les banquiers pour le compte de l'Etat et le placement des titres de rentes fût gravement compromis. Comme en 1723 et en 1785 les mêmes causes engendrèrent les mêmes effets. La magistrature crût de son devoir d'enrayer le mal et la proscription absolue des marchés à terme lui parût être le meilleur remède pour calmer la spéculation. L'un des premiers et le plus célèbre des arrêts rendus dans cet esprit est celui qui vint clore l'affaire Perdonnet C. de Forbin-Janson. (1)

(1) Troplong op. cit. n° 127

Le 20 décembre 1822 et le 2 janvier 1823, le comte de Forbin-Janson avait fait acheter à la Bourse de Paris, par l'intermédiaire de l'agent de change Perdonnet, au taux moyen de 89 frs., 150.000 francs de Rente sur l'État, livrables et payables en janvier 1823 ou plus tôt à sa volonté contre le paiement d'une somme de 2.668.975 francs. Pendant le mois de janvier le cours de la Rente baissa. M. Perdonnet fit à son client, à la date du 30, une sommation de prendre livraison des rentes achetées pour son compte, si non lui donner l'ordre de les revendre à la Bourse du 1^r février. M. de Forbin-Janson consentit à la revente qui se fit avec une perte de 314.325 francs. Le comte ratifia l'arrêté de liquidation ; il autorisa même son agent de change à vendre 300 actions du canal de Bourgogne qu'il avait déposées chez lui à titre de couverture et à s'en appliquer le prix en déduction de sa dette. Les actions ne produisirent que 68.226 francs en sorte que M. de Forbin-Janson restait débiteur de 246.099 francs. Il se refusa à les payer, en alléguant que les marchés à terme, étant proscrits par l'ancienne et la nouvelle loi, restaient sans effet légal.

Deux jugements du tribunal de commerce des 30 mai et 6 juin 1823 rejetèrent ses prétentions et le condamnèrent par corps à solder le montant des différences dont la liquidation l'avait constitué débiteur.

Le comte interjeta appel. La cause fût portée devant la Cour de Paris qui, le 9 août 1823, rendit l'arrêt suivant :

« LA COUR. — Attendu qu'il résulte de l'ensemble des lois et réglemens sur la négociation des effets publics et sur les obligations imposées aux agents de change, que la volonté constante du législateur, depuis l'établissement de la Bourse,

a été de prévenir les conséquences qu'entraînent pour la société, le jeu et le pari sur la variation des cours des effets publics, que dans les marchés à terme, le caractère du jeu et du pari sur les effets publics se manifeste principalement par la circonstance que la livraison des effets vendus n'a pas été faite entre les mains de l'agent de change et que le dépôt des mêmes effets n'a pas été régulièrement constaté, au moment même de la signature de l'engagement ; que le caractère du jeu ainsi défini, il s'ensuit que les marchés entachés de ce vice sont entièrement nuls et que la ratification qui en aurait été faite ainsi que l'obligation à laquelle elle aurait donné naissance, n'ayant pour cause que des opérations illicites, ne peut servir de base à une action judiciaire ; attendu qu'en aucun cas, l'agent de change ne peut avoir d'action contre son client, puisqu'il est tenu d'avoir les mains garnies en opérant pour lui ...»

Cet arrêt, fondé plutôt sur des considérations de morale et d'ordre public que sur des arguments juridiques, excita une vive émotion dans le monde financier. En même temps qu'il rédigea son pourvoi en cassation, M. Perdonnet obtint des plus grands banquiers de l'époque la célèbre consultation connue sous le nom de Parère de 1824. Voici quels en étaient les termes :

« Nous, banquiers, négociants, commerçants et capitalistes soussignés, certifions :

« 1^o Que la formule d'engagement (le 31 octobre prochain, ou plus tôt à volonté, je transférerai à M. ... la somme de ... francs Rente 5 o/o consolidée contre le paiement qu'il me fera de somme de ... francs), est la seule en usage pour les opérations faites à la Bourse, sous la désignation de mar-

chés fermes ou opérations à terme ;

« 2° Que dans toutes ces opérations, sans en excepter aucune, le vendeur seul accorde terme à l'acheteur et que celui-ci peut se faire livrer les effets par lui achetés, à sa première réquisition ;

« 3° Que les marchés dont il s'agit se liquident par la livraison des effets vendus, soit qu'ils existent dans les mains du vendeur, au moment où la livraison est exigée par l'acheteur, soit que le vendeur les fasse acheter pour en opérer la livraison ;

« 4° Que, dans tous les cas, il y a toujours d'un côté l'achat d'une chose qui doit être payée et, de l'autre, la vente d'une chose qui doit être livrée ; ce qui ne permet pas d'envisager ces sortes d'opérations comme des prêts sur le cours d'effets publics ;

« 5° Que les marchés à terme, appelés marchés fermes, tels qu'ils sont en usage aujourd'hui à la Bourse de Paris, c'est-à-dire restreints au terme de soixante jours et soumis à la condition de la livraison anticipée lorsqu'elle est réclamée par l'acheteur, sont également dans l'intérêt du gouvernement et du commerce ;

« Pour ces motifs, les soussignés estiment que les marchés dont il est question sont indispensables dans la situation présente de la France et que la jurisprudence nouvelle est en opposition avec les intérêts politiques et commerciaux.

« Signés : J. Lafitte, Mallet frères, Rougemont, de Lowemberg, Périer frères, Pillet-Will, Guérin de Foncin, L. Durand... »

Ainsi soutenu par le monde des affaires, M. Perdonnet n'était pas moins favorablement servi par les textes anté-

rieurs. Les anciens arrêts du Conseil annulaient bien les marchés conclus sans dépôt préalable des titres, mais ils n'offraient pas la même sévérité à l'égard des opérations traitées sans dépôt préalable du prix,* et tel était le cas en l'espèce. Ses légitimes espérances furent cependant déçues. Malgré de très habiles plaidoiries de M^e Tripier et de M^e Perdonnet, *pro domo sua*, il fut impossible de faire revenir la Cour Suprême sur son intention bien arrêtée de « prévenir les désastres qu'entraîne dans la Société le jeu sur les effets publics » en frappant les marchés à termes. Le pourvoi fut rejeté par un arrêt du 11 août 1824 (1), dont nous reproduisons les principaux considérants :

« LA COUR. — Considérant qu'il résulte des arrêts du Conseil des 7 août, 2 octobre 1785 et 2 septembre 1786, que les marchés à terme d'effets publics sont nuls lorsque le dépôt de ces effets ou les formalités qui peuvent y suppléer aux termes des dits règlements, n'ont pas été exécutées; que cette mesure est fondée, ainsi qu'il est dit dans le préambule du premier de ces arrêts, sur ce que ces sortes de marchés « sont des engagements qui, dépourvus de cause et de réalité, n'ont, suivant la loi, aucune valeur, occasionnent une infinité de manœuvres insidieuses...; que ces motifs et la prohibition de ces sortes de marchés sont reproduits et, par conséquent, confirmés par la loi du 28 Vendémiaire an IV; que les décisions judiciaires que l'on oppose pour prouver que ces dispositions sont tombées en désuétude, ne sont concluantes ni en fait ni en droit...; que l'on n'est pas mieux fondé à soutenir que cette loi a été abrogée soit par l'article 90 du Code de Commerce, soit par l'article 422 du

(1) Dalloz Arrêts de Cass. 1824, p.360

Code Pénal; que l'objet de l'article 90 du Code de Commerce a été de donner au gouvernement le droit de faire des règlements d'administration publique sur les négociations des effets publics et nullement de révoquer et d'annuler les lois et règlements qui existaient alors à ce sujet; que, quant aux articles 421 et 422 du Code Pénal, il est certain que les arrêts de 1785 et 1786 n'ont pas été explicitement rapportés par ces articles; que cela est évident et non contesté... »

Jusqu'en 1832, la jurisprudence fit prévaloir la même doctrine. A partir de cette date, elle s'assouplit et se fit moins favorable aux spéculateurs. Elle admit toujours l'exception de jeu, mais elle affirma son intention de la considérer seulement comme applicable à la vente et non à l'achat des effets publics. L'arrêt suivant de la Cour de Paris, en date du 29 mars 1832 (2), exprime la tendance nouvelle.

« Considérant qu'aucune disposition de loi ne frappe de nullité les marchés à terme d'effets publics, par cela seul que le prix d'achat n'a pas été, à l'époque du contrat, déposé entre les mains de l'agent de change acheteur; que du défaut de consignation du prix peut seulement résulter, en certains cas, une présomption que le contrat n'était pas sérieux et ne servait qu'à déguiser une opération, laquelle ne donne lieu à aucune action en justice, mais que cette présomption ne peut être admise dans la cause... »

Un dernier progrès était à faire en faveur du vendeur. La jurisprudence le réalisa en 1847. Se fondant sur la phrase finale de l'article 419 du Code Pénal (1), les Cours d'appel firent prévaloir l'opinion suivante. Le droit pénal frappe le

(2) Sirey, 1832, 2, 293, affaire Verrier c. Loubers.

(1) Art. 419. Sera réputé pari de ce genre (le texte vise les articles 421 et 422 du même Code) toute convention de vendre ou de livrer des

baissier qui opère sur la rente, sans avoir l'intention de livrer les titres qu'il vend. Il qualifie son délit de pari. Cette opération différentielle est frappée d'une peine, à plus forte raison n'a-t-elle pas la valeur légale. Il est logique d'étendre cette conception moins la peine, à tous les marchés de même nature, qu'ils aient pour objet un achat ou une vente. Les tribunaux devront donc établir une distinction entre les différents contrats qui leur seront soumis. Seront reconnus valables les marchés sérieux qui, dans la pensée des opérateurs, devaient s'exécuter en nature. Quant aux opérations fictives, portant uniquement sur un écart de cours et destinées, dans la pensée des parties, à se résoudre par une simple différence, elles rentrent dans la catégorie du jeu ou du pari et laissent le perdant maître de se soustraire à leur exécution (2).

Le 23 juin 1857, la Cour de Metz, statuant sur une affaire Syndic Goerv'c, Billet, exprima la nouvelle doctrine :

« Attendu qu'en principe les marchés à terme ne sont proscrits par aucune loi en vigueur, autant qu'ils sont contractés de bonne foi et dans les proportions qui permettent aux tribunaux de les admettre à titre sérieux, que, dans ces conditions, ils doivent être considérés comme auxiliaires indispensables et de l'essence vitale du commerce et de l'industrie, dont ils assurent les approvisionnements... ; attendu que les exceptions de jeu qui tendent à leur faire appliquer, par une analogie à l'acte de jeu et de pari, les dispositions de l'article 1065 du Code Civil ou bien celles surannées des arrêtés du Conseil de 1785 et de 1786, créées transitoirement

effets publics, qui ne seraient pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison.

(2) Thaller et Percerou ; *Traité Elem. de droit commercial*, p. 521.

et provisoirement pour les besoins d'une époque lointaine, inexécutables aujourd'hui et inconciliables avec les errements, les besoins actuels du commerce et du crédit public, soulèvent, dans la plupart des cas, à l'endroit de l'exécution des engagements contractés, une question de haute moralité commerciale, par le refuge qu'elles offrent, aux débiteurs de mauvaise foi; d'où suit pour les tribunaux consulaires l'impérieux devoir, de rechercher avec une attention scrupuleuse, ce que l'intention des parties avait pour objet, si des faits et circonstances, ainsi que de la position réciproque des contractants, ressort l'intention d'accomplir un acte sérieux ou purement fictif. »

A vrai dire, les tribunaux de commerce n'avaient pas attendu cette injonction des Cours d'appel pour entrer dans cette nouvelle voie d'interprétation. Depuis plusieurs années déjà, le tribunal de la Seine partait de ce principe qu'il ne ressort pas des anciens règlements et des lois en vigueur l'interdiction absolue des marchés à terme et qu'il appartient aux juges d'apprécier le sérieux et la moralité de ces opérations; aussi considérait-il seulement comme jeux de Bourse les contrats qui n'étaient pas en rapport avec la fortune du client et qui devaient, par suite, se régler par une simple différence ou bien ceux qui, du fait du vendeur, ne paraissaient pas devoir se régler par une livraison de titres, encore que l'acheteur fût en mesure d'en prendre réception et d'en payer le prix.

Dans la période qui précéda plus directement le vote de la loi de 1885, la jurisprudence, continuant sa lente évolution et agrandissant le cercle de ses sentiments libéraux, ne tint compte qu'accessoirement de la solvabilité du spéculateur;

toute l'attention des juges se trouva concentrée sur l'intention des parties au moment de leur engagement.

Si favorable que fut pour la reconnaissance des marchés à terme ce nouvel état de choses, il n'eut pas le don de réunir tous les suffrages. On reprochait à la jurisprudence, à juste titre, il faut le reconnaître, d'être arbitraire, incertaine et d'arriver à un résultat contraire à celui qu'elle se proposait d'atteindre.

Semblable thèse, disait-on, est empreinte de scholastique et accuse, de la part de ceux qui la soutiennent une ignorance absolue de ce qui se passe à la Bourse. Distinguer un marché sérieux d'un marché fictif est chose impossible. Tous les marchés à terme sont sérieux en ce sens qu'ils obéissent à des règlements de Bourse qui ont pour effet d'en faire ressortir le résultat au moyen d'une opération contraire et on ne peut sérieusement soutenir que la compensation ne soit pas un mode de règlement aussi valable que la livraison des titres ou le paiement du prix. Tous, ou, en tout cas, le plus grand nombre, sont fictifs car le spéculateur, dès le premier jour, a précisément pour but ce mode de liquidation.

« L'opérateur le plus honnête ne se soucie pas d'avoir les titres. Il assume un risque sur l'écart des cours et il les soutient. Le marché tient de l'assurance et non pas du jeu. Dira-t-on de deux personnes qui traitent une assurance contre l'incendie, qu'elles jouent ou qu'elles parient ensemble ? La maison brûlera ; elle ne brûlera pas. D'où vient donc que si le risque est pris sur un cours, au lieu de l'être sur un bâtiment, le contrat ne réponde plus à la même notion ? (1).

Cette différence que la jurisprudence établissait entre les

(1) Thaller et Percerou, op. cit.¹ p. 521.

marchés réels et les marchés fictifs eût-elle correspondu, d'ailleurs à une juste conception des faits, les moyens employés pour asseoir l'opinion des juges ne permettaient pas, le plus souvent, une exacte qualification du contrat litigieux. A quels caractères les tribunaux reconnaissaient-ils les jeux de Bourse? Ils se montraient singulièrement hésitants sur ce point. Tantôt, ils accueillaient l'exception de jeu lorsque la disproportion entre le capital du marché et la fortune de l'opérateur était trop considérable; tantôt un usage trop souvent répété des reports les fixait dans le même sens. Souvent, ils se préoccupaient uniquement de la profession de la partie en cause. Si elle n'appartient pas au monde des affaires, disaient-ils, il y a présomption de jeu. Il importe que le marché à terme soit réservé aux professionnels et que les ignorants ne viennent pas constituer pour les spéculateurs avertis une proie facile et perdre en quelques instants la fortune de leur famille. Tout en étant d'un ordre social plus heureux, cette dernière conception n'échappait pas davantage au reproche d'incertitude que les auteurs adressaient à la jurisprudence (1).

Déjà critiquable au point de vue résultat pratique, la nouvelle doctrine aboutissait, dans l'ordre moral, à des conséquences que ses partisans n'avaient, certes, pas prévues. La Bourse donnait à tous le moyen peu honnête de gagner sans risques de perte. « Presque tous les marchés se lient entre clients et intermédiaires. Si le client perd, il opposera l'exception de jeu à la seule condition de prouver que l'agent savait ou devait savoir son intention de jouer. Cet agent

(1) Voir (Paris : 14^e xbre 1844 aff. Sautereau, D.P. 45, 4, 326 10 Mai 1856, Aff. Dabrin, D.P 57, 2, 2 Req. 1^{er} avril 1856, Aff. Chuchet, D.P. 56, 1, 146).

n'en est pas moins responsable de l'exécution du marché vis-à-vis de son confrère ; son refus de liquider discréditerait sa charge, dénoncée comme tripot, comme maison de jeu. Voilà donc un agent obligé aux différences des gagnants, sans recours contre les perdants et une charge exposée à sombrer » (1).

Ainsi les Tribunaux voulaient arrêter les spéculateurs d'aventure qui savent parfaitement ne pouvoir exécuter ce qu'ils entreprennent ; et pour les décourager, pour les punir, ils leur assuraient l'impunité en consacrant à leur profit le droit de nier tout contrat qui ne tourne pas à leur avantage. Il y avait là une idée paradoxale dont on ne peut saisir la raison d'être qu'en se rappelant le but moralisateur poursuivi par la jurisprudence ; mais si l'intention était louable les moyens employés étaient inefficaces. Écoutons Berryer, lors de son plaidoyer pour le fameux procès des coulissiers en 1859 :

« Je ne sais à coup sûr rien de plus respectable que le sentiment qui a inspiré jusqu'à présent les décisions de la jurisprudence. Mais je crois que la magistrature est arrivée précisément par ses arrêts à un résultat tout contraire au but qu'elle se proposait... Ah ! pourquoi au lieu de dénier l'action civile pour raison des engagements pris dans les marchés à terme, n'a-t-on pas maintenu tous les droits de la loyauté, le respect et l'inviolabilité des engagements ? Pourquoi n'a-t-on pas condamné l'homme qui a fait un marché à terme et qui n'en remplit pas les conditions ?... Une pareille jurisprudence eût singulièrement réduit le nombre des gens téméraires qui cherchent la fortune dans de folles

(1) Thaller et Percerou, *op. cit.* p. 522.

entreprises, dans des opérations chimériques, sans qu'une responsabilité sérieuse légale les arrête sur la voie des engagements irréfléchis. »

Pour réaliser ce désir, il fallait une réforme législative qui abrogeât certains textes douteux, consacra la validité des marchés à terme et assit les arrêts des tribunaux sur une base immuable. Ce fut l'objet de la loi du 28 mars 1885.

SECTION III

Pour justifier l'intervention du législateur, les partisans de la reconnaissance officielle des opérations à terme ne se bornaient pas à montrer les faiblesses et les insuffisances de la jurisprudence. Ils invoquaient également des considérations d'utilité publique et prenaient à témoin l'exemple des pays étrangers.

« Si nous remontons à l'origine du préjugé qui existe à l'égard des marchés à terme, écrivait Badon-Pascal (1), nous trouvons qu'il est des plus anciens ; il remonte aux arrêts du Conseil de 1724, 1785 et 1786, arrêts surannés, rendus à une époque où l'on n'avait aucune notion de finances, et à des moments de crise où les ministres trouvaient commode de rejeter sur la spéculation le mauvais état du Trésor. »

Aujourd'hui, disait-on, toute autre est la situation. Le développement de l'Economie Politique a conduit à envisager la spéculation sous un jour différent de celui sous lequel l'avaient considérée nos ancêtres. Elle est devenue un élément indispensable du progrès industriel et commercial. Elle contribue à assurer une juste répartition des capitaux et à

(1) Badon-Pascal Les marchés à terme p.8.

régulariser les prix des marchandises dans l'espace et dans le temps. Loin de vouloir l'entraver, il faut lui donner droit de cité, sous peine de nuire à l'essor économique du pays.

Les pouvoirs publics sont tout aussi intéressés que les particuliers à son libre développement. Sans spéculateurs, il n'est pas d'emprunt un peu considérable qui puisse être émis avec quelques chances de succès. Ce sont eux qui permettent à l'épargne d'absorber peu à peu le montant de l'émission, au fur et à mesure qu'elle se constitue et que la confiance gagne les petits capitalistes plus timides ou simplement plus prudents. Retirer du marché les capitaux de spéculation, c'est vouloir l'effondrement des cours de la Rente et nuire au classement de tout emprunt futur.

Les gouvernements étrangers, continuaient les partisans de la réforme, ne s'y sont, d'ailleurs, pas trompés. Le droit comparé en fournit maints exemples et prouve que rares sont les pays européens qui ne sont pas encore entrés dans cette voie d'innovation et de progrès.

En Suisse, une loi du canton de Genève, votée en 1860, a décidé que l'article 1965 du Code Civil ne pourrait plus être considéré comme applicable aux marchés à terme et a abrogé les articles 421 et 422 de notre Code Pénal.

Le Code de Commerce belge, révisé en 1867, a rendu libre la profession d'agent de change et a abrogé toutes les dispositions des lois françaises, prohibitives des marchés à terme ; la même année, le nouveau Code Pénal ne contenait plus les anciens articles 421 et 422.

En Autriche, une loi relative à l'organisation des Bourses de Commerce a été votée le 1^{er} avril 1875. Son article 13 dispose que « dans les procès relatifs à des opérations de

Bourse, l'exception tirée de ce que la demande est fondée sur une opération de différence constituant un jeu ou un pari, n'est pas admissible. »

L'Italie, enfin, a validé le 13 septembre 1876, tous les marchés à terme qu'ils soient conclus fermes, à prime ou avec reports. Plus particulièrement, la loi a spécifié que les marchés passés sur des feuilles timbrées, dans le local de la Bourse, aux heures réglementaires, seraient pourvus d'une sanction civile, quand même ils n'auraient pour objet que le paiement d'une différence.

Ces considérations avaient trop de force pour qu'on pût songer à persister dans le système en vigueur. Le désastre financier de 1882 vint encore montrer l'urgence de la réforme; beaucoup de spéculateurs malheureux invoquèrent devant les tribunaux l'exception de jeu et firent avec impudence la preuve de leur mauvaise foi et de leur déshonneur. Le scandale fut grand et ne put être apaisé que par l'assurance d'une prompte solution.

Point n'est besoin d'une loi pour éviter le retour de pareils événements, disaient certains. Un règlement d'administration publique, rendu en exécution de l'article 90 du Code de Commerce est suffisant.

Cette opinion ne prévalut pas. Le gouvernement a estimé, à juste titre, que l'intervention du législateur était nécessaire et que seule, elle pouvait abroger les dispositions des différents codes qui s'opposaient ou tout au moins paraissaient s'opposer à la validité des marchés à terme.

Le 14 février 1882, une commission extra-parlementaire fut ainsi chargée d'examiner les modifications à introduire dans la législation relative aux sociétés et à la négociation

des valeurs mobilières. Elle était présidée par M. Bozérian, sénateur, et avait pour rapporteur M. Lyon-Caen, professeur à la Faculté de droit de Paris. La commission ajournant la question des sociétés, s'occupa d'abord de la deuxième partie de sa mission. Quelques mois après, le 5 juin 1882, le fruit de ses travaux était déposé en compagnie d'un projet de loi sur le bureau de la Chambre des Députés. Il y fut examiné par une deuxième commission parlementaire, dont M. Jametel était le président et M. Naquet le rapporteur. Adopté par la Chambre le 16 octobre 1884, le projet de loi fut voté par le Sénat le 19 février 1885 avec diverses modifications qui nécessitèrent sa nouvelle comparution devant la Chambre. Après un rapport de M. Peulevey, député de la Seine-Inférieure, la rédaction du Sénat fut enfin adoptée le 28 mars 1885. Voici quel était le texte de la nouvelle loi (1) :

« ARTICLE PREMIER. — Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1065 du Code Civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.

« ART. 2. — Les articles 421 et 422 du Code Pénal sont abrogés.

« ART. 3. — Sont abrogées les dispositions des anciens arrêts du Conseil des 24 septembre 1724, 7 août et 2 octobre 1785 et 22 septembre 1786; l'article 15, chapitre premier, l'article 4, chapitre II, de la loi du 28 Vendémiaire an IV, les articles 85, paragraphe 3, et 86 du Code de Commerce.

« ART. 4. — L'article 13 de l'arrêté du 27 Prairial an X

(1) J. O. 8 avril 1885

est modifié ainsi qu'il suit : « Chaque agent de change est « responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura « vendu et acheté. Son cautionnement sera affecté à cette « garantie. »

« ART. 5. — Les conditions d'exécution des marchés à terme par les agents de change seront fixés par le règlement d'administration publique prévu par l'article 90 du Code de Commerce. »

Ces dispositions, toujours en vigueur, méritent par leur nouveauté et leur importance que nous les commentions avec quelque détail.

L'article premier part de cette idée : que le meilleur moyen de purger la Bourse de sa clientèle équivoque est d'obliger le perdant à s'exécuter dans tous les cas. Aussi, proclame-t-il la légalité de tous les marchés à terme pratiqués à la Bourse des valeurs ou des marchandises ; par là, il faut entendre marchés fermes, marchés à prime, si longtemps méconnus comme étant des contrats subordonnés à une condition potestative de la part de l'acheteur, et marchés reports.

Le vote du deuxième alinéa a donné lieu à quelques difficultés de rédaction, qui ont eu des conséquences pratiques, pendant quelques années, contraires à l'intention du législateur.

La Chambre vota le texte suivant : « Nul ne peut..., lors même que ces marchés « devraient se résoudre » par le simple paiement d'une différence. » Les mots « devraient se résoudre » ont donné lieu à des critiques, au Sénat, et finalement ont été modifiés. La Commission sénatoriale était bien d'avis que, désormais, les tribunaux n'eussent plus la faculté d'annuler une opération à terme par le seul fait qu'elle

se serait terminée par un simple paiement de différence, mais elle estimait que le texte voté par la Chambre des Députés avait une portée excessive. En conséquence, elle remplaça les mots « devraient se résoudre » par « se résoudraient ».

Quel était le but de cette modification ? Le rapporteur de la commission, M. Naquet, s'est chargé de nous l'apprendre :

« En mettant dans l'article premier, les mots « devraient se résoudre » au lieu de « se résoudraient », écrivait l'honorable sénateur, on validera non seulement les vrais marchés, mais encore des conventions nouvelles, inconnues jusqu'ici, innommées, que l'on ne saurait assimiler à un marché et, par lesquelles, au moment même de la transaction, les parties s'engageraient à ne pas exiger la livraison, à ne pas l'imposer, et à résoudre l'opération par le simple paiement d'une différence... S'il s'agit d'un marché contracté selon les règles, le marché est valable ; il est couvert par une présomption légale, qui empêche les tribunaux de rechercher les intentions premières des parties. Mais s'il s'agit d'une convention écrite, portant que la livraison des titres ou des marchandises ne pourra être ni exigée, ni imposée, les tribunaux apprécieront comme aujourd'hui, s'il y a là une convention sérieuse que la Société doive couvrir de sa protection ou un simple jeu dont elle n'ait pas à connaître. »

Avec le texte, tel qu'il avait été voté à la Chambre, on aurait, dans la pensée du rapporteur, validé des marchés se résolvant en un simple paiement de différences, quand bien même il y aurait eu, à l'origine, convention écrite de ne procéder, en aucun cas, à une livraison de titres ou à paiement du prix. La rédaction proposée par le Sénat, au contraire,

reconnaissait seulement les marchés qui, en fait, pouvaient se résoudre par un simple paiement de différences, mais qui n'avaient pas été précédés d'une convention formelle à ce sujet. Ainsi modifié, le texte recueillit les suffrages du Sénat.

Le 4 mars 1885, le journal *La Loi* fit paraître un article dans lequel M. Lyon-Caen critiquait très justement la substitution des mots « se résoudraient » à ceux-ci « devraient se résoudre ».

Dans quels cas, demandait le savant professeur, la jurisprudence actuelle admet-elle l'exception de jeu en matière de marchés à terme? Uniquement lorsque les parties ont fait une opération à laquelle elles ont donné la forme d'un marché à terme, mais avec l'intention bien arrêtée, au moment de la passation du contrat, de ne jamais arriver à une livraison effective et de tout résoudre en un paiement de différences. Au contraire, lorsque les contractants ont eu, lors de la conclusion des marchés, l'intention de faire une opération réelle, la jurisprudence repousse l'exception de jeu, alors même que, par suite de circonstances postérieures, l'acheteur viendrait à ne pas exiger la livraison et le vendeur le paiement du prix. Elle repose donc sur l'appréciation de l'intention des parties à l'origine du contrat; et cette intention s'induit elle-même de plusieurs espèces de circonstances. Les magistrats étant amenés, dans ces recherches, à commettre les plus regrettables erreurs, la réforme législative tant désirée a eu pour but de faire disparaître cette incertitude, cet arbitraire d'appréciation. Pour faire cesser toute équivoque, la loi a voulu déclarer que, du fait qu'une opération présenterait la forme d'un marché à terme, l'exception de jeu serait inadmissible, alors même que, d'après l'intention

des parties, à l'origine du contrat, le marché devait se résoudre par le paiement d'une différence.

Ce résultat était parfaitement atteint par le texte voté par la Chambre; la modification apportée par le Sénat conduit au contraire à des conséquences toutes différentes. Désormais, l'exception de jeu ne devra pas être repoussée si le paiement des différences n'est pas un simple fait tenant à des circonstances postérieures à la conclusion du marché.

« En résumé, disait M. Lyon-Caen, le projet, tel qu'il est sorti des délibérations du Sénat, exclut bien l'exception de jeu, quand le marché, sérieux à l'origine, se résout cependant par un paiement de différences. Il laisse, au contraire, aux tribunaux la faculté de l'admettre quand ils jugent, d'après les circonstances, que, dès l'origine, il y a eu volonté de ne pas arriver à une livraison effective. Le projet du Sénat est donc, sur ce point, purement et simplement la confirmation de la jurisprudence actuelle. Il laisse la porte ouverte à l'exception de jeu dans les cas mêmes où elle est admise actuellement par les Tribunaux. »

Dans la période qui suivit immédiatement le vote de la loi de 1885, la jurisprudence décida que le nouveau texte établissait une présomption de l'égalité en faveur des marchés à terme et que l'exception de jeu ne pourrait désormais être accueillie par les tribunaux que dans les cas où l'intention commune des joueurs serait constatée, par un écrit dressé à l'origine des opérations (1). Cette interprétation était un acheminement à la suppression de l'exception de jeu, car on ne pouvait raisonnablement admettre qu'intermédiaires et

(1) Voir : Paris, 6 Juin 1885 Aff. Pompey, D.P.85, 2, 121 19 Juin 1885, Aff. Malançon, D.P.85, 5, 172.

clients auraient la sottise d'affirmer par un écrit qu'ils n'entendaient faire qu'un jeu ou un pari dans leurs opérations. Mais bientôt les Cours d'appel firent prévaloir un système qui justifiait les craintes de M. Lyon-Caen sur la portée illusoire du nouveau texte.

« La loi de 1885, disaient-elles, n'a pas abrogé l'art. 1965 du Code Civil ; l'exception de jeu est donc toujours maintenue s'il est démontré que, dès l'origine, l'intention des parties a été de jouer et de parier sur des différences de cours. Cette intention s'apprécie, comme avant la loi, selon l'importance de la fortune du donneur d'ordre comparée à l'importance des opérations de Bourse engagées, ou bien d'après ce fait qu'en réalité, l'exécution des négociations, livraison ou paiement des titres, n'a jamais été exigée par les contractants (1).

Le 29 décembre 1885, la troisième Chambre du Tribunal civil de la Seine décidait que là où le jeu est prouvé et quand bien même l'opération se présenterait sous la forme d'un marché à terme sérieux, la convention reste dépourvue de toute action en justice : « Attendu, disaient les juges de la troisième Chambre, que la loi du 8 avril 1885 n'a pas abrogé l'article 1965 du Code Civil ; que, tout en validant, régularisant l'existence des marchés à terme, elle ne les met pas à l'abri de toute cause qui les vicie dans leur essence ; que là où le jeu est démontré, là où des paris sont engagés sur la hausse ou sur la baisse des valeurs, les transactions restent, après comme avant la loi de 1885, dépourvues de toute action en justice ; attendu que, dans l'espèce, l'intention de

(1) Voir : (Paris, Aff. Schulmann et C^o, 30 Juin 1894, D.P. 95, 2, 52 ; 31 Mai 1895, Aff. Klein, *Gazette des Trib.* du 9 Xbre 1895 ; 6 mars 1896, Aff. Rosenvald, *Gaz. des Trib.* du 29 Avril 1896.)

Colas, sa volonté de jouer sont démontrées jusqu'à l'évidence ; que l'agent de change Hart n'a pas pu les ignorer, qu'il a prêté son concours en pleine connaissance de cause, que l'exception de jeu est donc régulièrement invoquée...(1).» Les juges de la troisième Chambre estimaient donc toujours pouvoir rechercher l'intention des parties et suivant qu'il leur paraissait certain que le spéculateur a eu l'intention de jouer ou qu'au contraire il a voulu faire un contrat sérieux, admettre ou rejeter l'exception de jeu.

Contrairement à la volonté du législateur de 1885 qui voulait que la preuve de l'intention des parties ne fût faite que par écrit, la jurisprudence admettrait à cette fin tous les moyens de preuve ordinaires, même de simples présomptions (2). La raison invoquée était que M. Naquet, en parlant dans son rapport « des conventions par lesquelles au moment même de la transaction, les parties s'engageraient, par écrit à ne pas exiger la livraison », avait voulu indiquer une des hypothèses où le marché n'est pas valable, sans vouloir restreindre à ce cas exceptionnel le pouvoir d'appréciation des tribunaux et la preuve du jeu ou pari.

La loi de 1885 perdait ainsi toute utilité réelle et elle aboutissait à des conséquences contraires aux intentions du législateur : « Les Chambres avaient légiféré pour ne rien dire, ou pour confirmer la pratique existante. » (3).

Toute l'œuvre d'innovation et de progrès si péniblement réalisée aurait été gravement compromise, si la Cour de Cassation n'était intervenue pour rappeler les Cours d'appel au

(1) Aff. Colas C. Hart. *Gaz. des Trib.* du 1^{er} février 1886

(2) Paris, 30 juin 1894, Aff. Mézy D.P. 95, 2, 52

(3) Thaller et Percerou op. cit. P. 524.

respect de la légalité. En vertu d'un arrêt du 28 juin 1898 (4), rendu sur le rapport de M. Crépon et sur les conclusions conformes de M. Desjardins, la Chambre Civile de la Cour Suprême cassa trois arrêts de la troisième Chambre de la Cour de Paris pour le motif suivant :

« LA COUR. — Vu l'article premier de la loi du 28 mars 1885 ; attendu qu'en déclarant en des termes essentiellement impératifs, que nul ne pourrait se soustraire aux obligations résultant de tous marchés à terme sur effets publics et autres, de tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, alors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence, la loi du 28 mars 1885, lorsque les opérations sur effets et marchandises ont pris la forme de marchés à terme, a entendu interdire aux parties d'opposer l'exception de jeu et aux juges de rechercher l'intention des parties ; qu'en décidant le contraire, lorsque les opérations, sur lesquelles il avait à statuer, avaient pris la forme de marchés à terme, l'arrêt attaqué a violé l'article de loi susvisé ; ... casse. »

L'examen des autres innovations de la loi de 1885 nous retiendra moins longuement, car aucune d'elles n'a donné lieu à de pareille controverses.

En abrogeant les articles 421 et 422 du Code pénal, l'article 2 ne fit que consacrer une situation de fait. Ces dispositions répressives ne constituaient plus en effet entre les mains du Parquet qu'une vaine menace ne pouvant plus désormais, par leur maintien dans le Code, que diminuer le prestige et l'autorité de la loi. On n'y avait eu recours qu'une ou deux fois, en 1859, par exemple, contre les coulissiers.

(4) D.P. 99, I, 5.

Cette impuissance n'était-elle pas la meilleure justification de ce que Napoléon I^{er} disait au comte Mollien : « Qu'il ne faut pas avoir la prétention de défendre ce qu'on n'a pas le pouvoir d'empêcher ! »

Leur fondement pénal résidait en la crainte que l'on avait sous le Premier Empire, de la spéculation à la baisse, en raison du discrédit qu'elle paraissait jeter sur le gouvernement. Depuis longtemps, on avait fait justice de ce préjugé et il paraissait anormal que ce qui était permis pour les valeurs industrielles soit interdit pour les effets publics (1). Ce qui était moral dans un cas devait l'être également dans l'autre.

L'article 3 fit disparaître les prescriptions des anciens arrêts du Conseil et des lois révolutionnaires qui avaient pour effet de prohiber ou tout au moins de rendre pratiquement impossibles les marchés à terme. Le texte primitif, tel qu'il avait été présenté à la Chambre des Députés par la Commission d'initiative parlementaire, contenait également l'abrogation de l'article 13 de l'arrêté du 27 Prairial an X. Mais la commission, lors de la deuxième lecture à la Chambre, proposa seulement une modification de cet article 13 et non sa disparition complète. Cette transformation fit l'objet de l'article 4.

Voici en quels termes était conçu l'arrêté de l'an X, article 13 : « Chaque agent de change devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète, est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura vendu et acheté. Son caution-

(1) Les articles 421 et 422 du C. pénal ne visaient que les effets publics.

nement sera affecté à cette garantie et sera saisissable en cas de non consommation dans l'intervalle d'une Bourse, sauf le délai nécessaire au transfert des rentes ou autres effets publics, dont la remise exige des formalités. »

Cet article était le seul de nos lois qui proclamât la responsabilité de l'agent envers les tiers et à ce titre la commission pensa qu'il serait inopportun de le supprimer en entier. Elle résolut donc de conserver de ce texte tout ce qui avait trait directement à la garantie due par l'agent et de ne supprimer que les dispositions incompatibles avec la reconnaissance de la légalité des marchés à terme différentiels. Aussi rayait-elle seulement les mots : « devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète ».

Lorsque le texte fut soumis à la commission sénatoriale, M. Naquet s'aperçut que le dernier membre de phrase « sera saisissable en cas de non consommation... » faisait double emploi avec le règlement particulier des agents. Il le fit couper et l'article se trouva ainsi amendé tel que nous l'avons cité (1).

L'article 5 de la loi prévoit, on s'en souvient, la publication d'un règlement d'administration publique rendu dans la forme prescrite par l'article 90 du Code de commerce (2). Cette disposition, jusqu'à ce jour, n'avait pas reçu d'exécution. L'exposé des motifs de la loi de 1885 nous en indique la raison : « Les gouvernements craignant d'avoir à se prononcer sur la question litigieuse de la validité des marchés

(1) Voir supra. p. 104.

(2) L'art. 90 dit qu'il sera pourvu par un règlement d'administration publique, à tout ce qui est relatif à la négociation et la transmission des effets publics.

« à terme ont négligé jusqu'ici de faire ce règlement et n'ont même pas approuvé expressément les règlements faits par les Chambres Syndicales d'agents de change, dans lesquels il est question de ces marchés. La reconnaissance légale des marchés à terme, conclus par les agents de change, permettra au gouvernement de tenir la promesse faite par l'article 90. Rien ne s'opposera plus désormais à ce qu'il soit exécuté. »

Ces lignes sont l'origine directe, sinon immédiate, du décret du 7 octobre 1890. Ses dispositions n'intéressant pas notre sujet, nous en négligerons l'examen.

TITRE II.

Des effets de la faillite du client ou de l'intermédiaire sur les marchés à terme.

Lorsque nous avons examiné l'organisation du marché français, nous avons vu qu'actuellement le commerce des devises rentrait parmi les opérations quotidiennes des établissements de crédit. Mais nous avons laissé entrevoir que cette situation aurait une fin prochaine et qu'un projet de création de marché des devises autonome n'attendait plus que l'agrément officiel pour se transformer en une réalité vivante. Ce que sera la future Caisse est encore le secret des Dieux : il est cependant rationnel de penser qu'à l'exemple de sa sœur d'Anvers, elle n'aura aucun contact direct avec le public et, qu'entre elle et les spéculateurs, s'intercaleront des intermédiaires chargés de lui transmettre les ordres dont elle surveillera l'exécution.

L'organisation similaire, à qui l'on puisse la comparer *grosso modo*, semble être le Syndicat des Banquiers en valeurs près la Bourse de Paris ou la Caisse de liquidation près une Bourse de marchandises qui centralisent et réglementent les opérations de leurs membres. Aussi nous a-t-il paru intéressant de rechercher si certaines parties du règlement de ces deux organismes, ayant trait à la faillite des maisons syndiquées, ne pourraient pas être transposées dans les prescrip-

tions de la future Caisse et si le marché à terme des devises refusait tout accord avec la réglementation du marché des valeurs ou des produits. Nous étudierons successivement en autant de chapitres distincts : quelle est la situation de l'intermédiaire en cas de faillite de son client ? Quels sont les droits du donneur d'ordre en présence de la faillite de l'intermédiaire ? Quels doivent être les rapports d'un courtier failli vis-à-vis de ses confrères ? Quel est le rôle de la Caisse Centrale devant la faillite collective de ses agences ?

CHAPITRE I. - De la situation de l'intermédiaire en cas de faillite de son client. (1)

Le règlement de toute faillite exige qu'on dresse l'état des créances et des dettes de l'intéressé. En l'espèce qui nous occupe, la distinction semble malaisée à établir. Au moment de la défaillance du client, l'intermédiaire est, en effet, lié envers lui par un contrat synallagmatique qui le constitue à la fois créancier et débiteur. Acheteur à terme, il est redevable du prix convenu, lors de la passation du contrat, mais il lui est dû également la livraison des devises acquises. Vendeur à terme, il se trouve dans une situation inverse.

« Où est le créancier qui produira à la faillite, où est le débiteur dont la prestation à venir figurera à l'actif du bilan ? On ne peut pas l'inscrire en partie double dans la liquidation pour la valeur nominale de l'opération, en tant que créancier d'un côté, en tant que débiteur de l'autre. Ce procédé n'est pas réalisable, car s'il occupe la position ébranlée par la crise, il se dispensera d'arguer de son titre de créancier, trop heureux si on ne l'inquiète pas... Le règlement du marché se ramènera fatalement en ce qui le touche à une différence, sauf discussion quant au chiffre de cette différence et aux bases sur lesquelles il y a lieu de l'établir. » (1).

La question revient ainsi à déterminer sur quel cours les

(1) Nous envisagerons exclusivement, ici, et au cours du chapitre suivant, les marchés d'application, c'est-à-dire ceux que l'intermédiaire exécute en appliquant à la demande d'un client un ordre contraire d'un autre client, sans avoir recours aux bons soins de la Caisse.

(1) Thaller De la faillite des agents de change p. 94.

marchés litigieux doivent être compensés pour se transformer en une créance ou en une dette de différence ? Il ne semble pas qu'il soit permis d'hésiter. Les reports n'étant pas pratiqués dans les différentes Caisses de liquidation — et il y a tout lieu de croire qu'il en sera de même à Paris — la pratique du cours de compensation n'existe pas. La contre-opération qui permettra d'inscrire l'intermédiaire pour une différence à l'actif ou au passif du compte de faillite, devra être effectuée, pour la devise en cause, le jour où expire le terme primitivement fixé. La différence, que le syndic transformera en monnaie de faillite, sera donc établie par l'écart séparant le prix du marché et celui qui ressort des cours de liquidation, calculé à l'échéance normale du terme.

Ayant ainsi déterminé comment se compensera l'opération restée en souffrance, il nous faut maintenant examiner quels sont les droits de l'intermédiaire. Pour exposer la question avec méthode, il convient de distinguer successivement l'hypothèse où le client failli a prescrit un achat, puis celle où il a donné un ordre de vente.

1^{re} Hypothèse. — Intermédiaire vendeur en présence d'un client acheteur, succombant avant l'échéance du terme. (1)

Si l'on consulte le Code civil, on s'aperçoit qu'il confère au vendeur de meubles non payé une quadruple garantie.

La première, restreinte aux opérations au comptant, est le droit de rétention. C'est le droit « en vertu duquel le détenteur d'une chose appartenant à autrui est autorisé à la retenir jusqu'au paiement d'une dette qui lui est due par le

(1) Voir Percerou ; Des faillites et banqueroutes et liquidations judiciaires, t. II p. 180 et suiv.

propriétaire de cette chose ». (2) Le vendeur est ainsi assuré, aussi longtemps que la chose vendue reste entre ses mains, de la conserver à l'encontre des créanciers de l'acheteur. Bien que son application soit en principe limitée aux ventes au comptant, l'art. 1613 du C. civ. permet de s'en prévaloir lorsque l'acheteur « tombe en déconfiture ou en faillite » avant la livraison de la chose ; ces événements rendant exigibles les dettes à terme, la situation est la même que si le prix avait été stipulé payable au comptant.

La livraison effectuée, le vendeur dispose de l'action résolutoire pour défaut de paiement du prix (art. 1184 et 1654 C. civ.). Elle se prescrit par 30 ans et est opposable aux autres créanciers de l'acheteur pourvu que la chose n'ait pas été revendue à un nouvel acquéreur de bonne foi (art. 2279 C. civ.).

En 3^e lieu, l'art. 2102 parag. 4 lui donne un privilège sur « le prix d'effets mobiliers non payés, s'ils sont encore en la possession du débiteur, soit qu'il ait acheté à terme ou sans terme ». Il a ainsi toute latitude pour saisir la chose vendue et être payé par préférence sur le prix, une fois la réalisation aux enchères accomplie.

Le même article permet enfin au cédant de revendiquer, dans la huitaine de la livraison, les effets vendus au comptant « tant qu'ils sont en la possession de l'acheteur et se trouvent dans le même état dans lequel la livraison a été faite ». Après une longue discussion sur la nature de ce droit et l'anomalie du délai consenti, les auteurs « ont fini par admettre que sous le nom mal choisi de « revendication »,

(2) Colin et Capitant. Cours Elém. de droit civil français t. II p. 776

l'art. 2102, p. 4, al. 2 du C. civ. entendait simplement permettre au vendeur de se faire réintégrer dans la possession de la chose cédée (afin d'empêcher celle-ci de passer dans les mains d'un tiers acquéreur de bonne foi [art. 2279]), mais sans que pour autant la vente fût résolue et que les contractants perdissent le droit d'en exiger l'exécution : c'est ce qu'on appelle : la revendication du droit de rétention. » (1)

Tels sont, d'après le Code civil, les droits du vendeur non payé. Le Droit de la faillite les a-t-il maintenus ? Pas entièrement. Seul le droit de rétention a subsisté, tel que nous l'avons décrit ; quand aux trois autres garanties, elles ne sont accordées par le C. de Comm. qu'à titre exceptionnel. Il ne semble pas qu'il faille voir dans une législation aussi rigoureuse pour le vendeur les marques d'un intérêt excessif du législateur à l'égard de l'acheteur ; seules des considérations d'ordre général peuvent expliquer cette dualité d'attitudes.

L'extension de plus en plus grande du crédit implique, dans les transactions commerciales, la mutuelle confiance des contractants. Les tiers qui ont traité avec l'acheteur, l'ont fait, assurés de sa solvabilité sur la vue des marchandises détenues en son magasin. Convaincus que ses approvisionnements étaient leur gage, ils lui ont accordé des délais de paiement sans pouvoir supposer que le prix d'acquisition de ces denrées était encore dû. Ce serait tromper leur espoir légitime et tuer le crédit que de permettre au vendeur, après la faillite de l'acheteur, de se faire attribuer la chose vendue, par préférence aux autres créanciers. Ainsi s'expliquent et se justifient les restrictions apportées aux droits du vendeur par les

(1) Percerou. op. cit. t. II p. 182

art. 550 *in fine*, 576 et 578 du C. de Commerce.

Les garanties du vendeur ainsi délimitées, revenons à l'hypothèse inscrite en tête de ce paragraphe.

L'intermédiaire vendeur n'est pas dessaisi puisque nous avons supposé que l'acheteur a succombé avant l'échéance du terme; les devises n'ayant été ni délivrées ni expédiées, l'art. 577 du C. de Commerce, lui trace la marche à suivre.

« Pourront être retenues par le vendeur les marchandises, par lui vendues qui ne seront pas délivrées au failli, ou qui n'auront pas encore été expédiées, soit à lui, soit à un tiers pour son compte. »

C'est l'application du droit commun, auquel n'a pas dérogé le droit commercial, tel que le prévoient les art. 1612 et 1613 du C. Civ. pour la vente au comptant et à crédit. (1) Toutefois, cette faculté ne restera acquise au vendeur qu'autant que les devises en cours n'auront pas été délivrées ni expédiées. « Cette délivrance ne se confond pas avec celle de l'art 1604 du C. Civ. : le simple consentement des parties ne suffit pas; il faut une tradition réelle. » (2) C'est ainsi que le vendeur conservera son droit de retention à l'égard d'effets laissés dans ses caisses à titre de *constitut possessorie*, c. à d. en vertu d'une convention qui l'en reconnaît possesseur en qualité de locataire ou de dépositaire du nouveau maître, son acheteur.

Le droit de rétention ainsi exercé n'a pas pour effet de résoudre la vente mais seulement de permettre au vendeur de toucher l'intégralité du prix. En la lui offrant avec l'autorisation du juge-commissaire (art. 578 C. Comm.),

(1) La faillite de l'acheteur rendant exigibles ses dettes à terme, on retombe dans le cas visé par l'art. 1612

(2) Percerou op. cit. t. II p. 210

le syndic peut donc contraindre le cédant à exécuter son contrat. Mais c'est là une simple faculté pour lui ; le vendeur ne peut l'y obliger. En cas de refus du syndic, il a toute latitude pour livrer ses devises en se conformant à la loi du dividende ou pour demander au Tribunal la résolution de la vente.

Le Tribunal a fait droit de sa requête, la résolution est prononcée. A-t-il droit à des dommages-intérêts pour le préjudice qu'a pu lui causer l'inexécution du marché ? En d'autres termes, lorsqu'un contrat synallagmatique vient à être résilié ou résolu par l'effet de la faillite d'une des parties, le cocontractant du failli peut-il demander des dommages-intérêts de résiliation ou de résolution ? Telle est la nouvelle question qui surgit et à laquelle nous allons répondre.

Un premier point est certain : le failli engage sa responsabilité personnelle envers sa contre-partie *in bonis* et un retour à la fortune rendra acceptable une procédure en exécution sur ses biens. « La difficulté n'existe que vis-à-vis de la masse ; ces dommages-intérêts de résiliation lui sont-ils opposables ? (1)

Après une évolution complexe qu'il importe de résumer, la jurisprudence se prononce pour la négative.

C'est à propos des droits du vendeur d'effets mobiliers, recevable à faire résoudre la vente parce qu'il n'ayant pas encore livré, que le problème s'est posé en premier lieu. Plusieurs arrêts (2) avaient établi d'une manière constante que le cédant n'avait droit à aucune indemnité de résolution,

(1) Percerou op. cit. t. II p. 55

(2) Paris 20 février 1863, 14 août 1871, 8 mars 1873 *Jour. Trib. com.* XII, p. 168 xx p. 148, xxv p. 136

quand le 4 mars 1886, la Cour de Paris formula le principe contraire. Le nouveau courant ne dura pas. Le 16 février 1887 (1) la Cour Suprême cassa cet arrêt et, depuis, la jurisprudence n'a jamais cessé de s'affirmer pour sa doctrine originaire. Visant tout d'abord à englober tous les cas où l'une des parties d'un contrat synallagmatique viendrait à cesser ses paiements (2), ce système a vu, ces dernières années, son application restreinte au vendeur de meubles agissant contre la faillite de l'acquéreur. Sa conclusion pratique est la suivante : lorsque tout créancier d'un failli peut, en cas d'inexécution d'un contrat, le faire résoudre aux torts de la partie qui a succombé et produire au marc le franc pour des dommages-intérêts dans la faillite, ce droit est refusé par la jurisprudence au vendeur de meubles.

Que faut-il penser de cette solution ? L'argumentation juridique qui la justifie peut être ainsi résumée : l'art. 577 C. Com., autorisant le cédant à retenir les effets mobiliers non encore livrés, le place dans une situation avantageuse par rapport aux créanciers chirographaires. Le faillite de l'acheteur ne lui cause en effet que la perte des bénéfices escomptés lors de la conclusion du marché, tandis que les autres créanciers perdent tout ou partie de leurs créances. Dans ces conditions, lui accorder des dommages-intérêts de résolution serait augmenter d'une manière excessive et injuste, au détriment des chirographaires, la faveur que lui consent le Code. Qui plus est, ce serait aller contre l'intention du législateur. L'art. 577 déclare seulement que le vendeur pourra retenir

(1) Cass. D. 87, 1,201 afl. Syndic Heurtey c. Comp. des forges et fonderies de Terre-Noire.

(2) Paris 19 mai 1892, D. 95,2,233. afl. Boillon c. Charlot

les marchandises et ne parl enullement de dommages-intérêts. Il ne saurait par suite être question d'en transgresser les dispositions.

Mais, comme le fait remarquer M. Percerou, ce raisonnement n'est guère probant. « L'art. 577 du C. de comm. n'est qu'une application particulière du principe inscrit dans les articles 1184 et 1654 du C. civ. Or, ces derniers textes, constitutifs du droit commun, allouent des dommages-intérêts au vendeur ; pour les lui refuser en cas de faillite de l'acheteur, il faudrait non seulement que l'art. 577 n'en parlât point (ce silence équivalant simplement à un renvoi au droit commun), mais qu'il les lui déniât formellement ; et nulle part, ce refus exprès de toute indemnité de résolution n'est inscrit dans le livre III du C. de Com. » (1) Du reste, continue le savant professeur, la prétendue inégalité entre les créanciers qu'on invoque aussi pour refuser toute indemnité au vendeur n'est qu'apparente : la différence que peut faire apparaître l'examen des cours cotés le jour de la vente et ceux pratiqués à l'époque de la résolution du marché justifié l'inscription du vendeur en tant que créancier chirographaire et « il n'y a pas plus de motifs pour lui refuser le droit de produire au marc le franc à raison de cette différence que pour refuser au créancier hypothécaire ou gagiste, dont la créance n'est pas entièrement couverte par la sûreté le droit de produire au marc le franc à raison de ce découvert ». (2)

Si logique que soit ce système, il n'a pas eu l'heur de faire varier la jurisprudence et elle continue à voir dans la situation du cédant d'effets mobiliers une exception, déro-

(1) Percerou op. cit. t. II p. 64

(2) Percerou op. cit. t. II p. 64

geant au principe de dommages-intérêts énoncé par l'art. 1184 du C. civil. (3)

2° Hypothèse. — Intermédiaire acheteur en présence d'un client vendeur, succombant avant l'échéance du terme.

Le principe général dont il faut s'inspirer pour régler les droits de l'intermédiaire est que toute personne peut revendiquer, dans la faillite du détenteur, les objets dont elle est propriétaire, à charge de prouver son droit de propriété à l'égard des tiers, au jour du jugement déclaratif de faillite.

L'acheteur d'un corps certain, existant encore en nature dans les coffres du vendeur au jour de sa défaillance, jouit d'une situation de préférence qui lui reste acquise ; les principes du droit moderne (art. 1138 C. civ.) veulent en effet que l'acheteur devienne propriétaire par le fait même du contrat. Il pourra donc revendiquer.

Mais si l'on suppose — ce qui est le cas en notre hypothèse — un acheteur de choses fongibles, n'ayant pu encore prendre livraison puisque la faillite du vendeur est survenue avant l'échéance du terme, cet acheteur n'est pas propriétaire. Il ne dispose que d'une action personnelle en tradition et ne peut songer à revendiquer.

(3) Pour faire cesser cette anomalie, le 14 xbre 1904, M. Thierry déposa à la Chambre des députés une proposition de loi tendant à compléter ainsi l'article 578 C. de Com.

« Dans le cas où le syndic n'use pas de la faculté donnée par le paragraphe précédent, (droit d'exiger la livraison en payant au vendeur l'intégralité du prix), le vendeur a le droit de poursuivre, à l'encontre de la faillite, la résiliation de la vente avec dommages-intérêts pour le montant desquels il sera inscrit au passif de la faillite, comme créancier chirographaire. »

Cette proposition adoptée par la Chambre, fut rejetée par le Sénat. (Citée par M. Percerou, op. cit., t II p. 69.)

Cependant, la délivrance n'est pas toujours le seul procédé de nature à rendre l'acheteur propriétaire ; d'autres événements peuvent intervenir en sa faveur et rendre sa situation inattaquable. (1) Il en sera ainsi, par exemple, lorsque le vendeur, avant sa propre faillite, aura réuni en un paquet les devises vendues, avec une inscription au nom de l'acheteur. Ce paquet, « retrouvé dans la faillite, peut être revendiqué et prélevé par l'acheteur, s'il résulte tacitement ou expressément, du marché conclu que, dans l'intention des parties, le transport de propriété pouvait être réalisé par un pareil mode, sans que l'acquéreur fût nécessairement présent au fait juridique emportant spécialisation ». (2)

(1) Voir infra. p. 131 et suiv.

(2) Percerou op. cit. t. II p. 156.

CHAPITRE II. - De la situation du donneur d'ordre en cas de faillite de l'intermédiaire.

SECTION I. — *Réglement des Marchés de différences*

Nous avons raisonné jusqu'à présent dans l'hypothèse où les clients respectivement acheteur et vendeur étaient distincts ; mais il arrive fréquemment que ces 2 qualités soient réunies sur la même tête. Tel est le cas notamment d'un spéculateur qui n'a pas l'intention d'exécuter son contrat et qui, pour liquider sa position, fait une contre-opération en sens inverse de la première. Il n'y a toujours qu'un seul intermédiaire mais ce dernier n'a plus en face de lui qu'un seul commettant. Nous examinerons tour à tour le cas où l'achat et la vente portent sur des devises de même espèce et celui où il y a une dissemblance de valeurs traitées.

Lorsque le commissionnaire est *in bonis*, l'exécution de semblables marchés s'effectue sans mouvement réel de devises et de capitaux, par la voie de la compensation légale, au jour de l'échéance fixée (art. 1289 et suiv. C. civ.). La faillite venant à se produire en cours de marché, notre spéculateur sera-t-il recevable à invoquer le même moyen de règlement ?

Si le jugement déclaratif de faillite a pris date avant l'arrivée du terme, la procédure de la compensation légale ne peut plus être admise. Cette solution découle du dessaisissement et de l'interdiction faite au débiteur de consentir des paiements individuels, une fois la faillite déclarée. « La compensation légale repose sur la fiction d'un double paie-

ment : le failli serait présumé avoir fourni au client l'intégralité de sa dette, avoir reçu de lui, intégralement aussi, ce que le client lui doit. Or, les 2 paiements, le premier surtout qui permettrait au client d'échapper à la loi du dividende, seraient irréguliers l'un et l'autre (art. 443 C. com.). La compensation légale cessant de se prêter à sa décomposition habituelle ne saurait avoir lieu. » (1) Ces 2 opérations seront donc liquidées séparément ; l'une figurera à l'actif, l'autre au passif.

S'il n'est pas intervenu de jugement déclaratif, mais seulement cessation de paiements de l'intermédiaire avant la liquidation des marchés, la compensation subira le sort des paiements qu'elle résume. A prime abord, il semble que ces versements doivent être annulés (art. 447 C. com.), que le Tribunal doive condamner celui qui en avait profité à en rapporter le montant à la masse, et supprimer par suite, les effets de la compensation légale. « Mais la jurisprudence reconnaît que, lorsque les 2 dettes sont connexes l'une à l'autre, lorsque leur pénétration mutuelle à l'échéance est le résultat naturel d'un lien mental qui les unissait dès leur naissance la compensation produira son effet libératoire, en dépit du dessaisissement et à plus forte raison, nonobstant la survenance de la cessation des paiements avant l'échéance. » (2)

On reconnaît là la théorie qui assure le règlement des comptes courants, lors de la faillite. Dans le cas qui nous occupe, alors même que le donneur d'ordre ne serait pas lié à l'intermédiaire par un compte-courant, il semble bien qu'il faille voir dans ses opérations une situation identique. Le

(1) Thaller, op. cit. p. 121

(2) Thaller op.cit. p. 124.

spéculateur a exécuté la première transaction avec l'idée bien arrêtée d'en détruire les effets avant l'échéance par un ordre contraire; s'il eût su être dans l'impossibilité de réaliser un marché de différences, il eût renoncé à sa première entreprise. La connexité des 2 contrats est évidente et la compensation va donc produire ses effets, malgré la règle qui en interdit l'usage lors d'une faillite.

Introduisons maintenant une complication supplémentaire dans notre hypothèse, et supposons un arbitrage à terme traité avec 2 devises différentes. Un capitaliste a par exemple acheté des francs et vendu des livres sterling; y a-t-il lieu de lui appliquer la même procédure ?

Il ne le semble pas. L'article 1291 du C. civ. exige comme condition indispensable de la compensation légale une obligation de choses fongibles de la même espèce. Tel n'est point le cas ici : les devises sont de nature différente et il ne peut être question, pour ce motif, d'espérer compenser les marchés. Il faut, pour ce faire, rendre liquides les 2 marchés d'après les procédés exposés au chapitre précédent : notre capitaliste comme acheteur subira le remplacement de la contre-partie et restera débiteur du surplus; comme vendeur, il réalisera au cours de liquidation, et produira au passif de la faillite pour l'écart de cours entre le prix réel du marché et le cours du jour. Il sera alors loisible d'opposer les sommes l'un à l'autre et de régler les 2 opérations par une différence.

SECTION II. — *Revendication de valeurs déposées ou consignées*

En parlant de « marchandises consignées au failli à titre

(1) Sur cette question voir Percerou op. cit. t. II p. 159 et suivantes.

de dépôt ou pour être vendues », l'art. 575 du C. de commerce paraît s'exprimer en des termes peu exacts. La consignation est en effet différente du dépôt ; c'est la remise de marchandises faite à un commissionnaire avec mandat de les vendre, tandis que le dépôt est un contrat par lequel une personne appelée déposant confie à une autre personne, nommée dépositaire, un objet quelconque à charge pour cette dernière de le conserver et de lui restituer à première réquisition de sa part. Nous traiterons successivement du dépôt et de la consignation.

Dépôt de valeurs. — Parmi toutes les contestations que peut soulever la restitution d'un dépôt, la plus importante et la plus commune, en notre matière, est la question de la couverture.

Un acheteur à terme a déposé chez un intermédiaire des titres ou des espèces, en garantie du paiement du prix. Le dépositaire tombe en faillite. L'objet déposé viendra-t-il dans la liquidation, en déduction de la dette du déposant ou bien, aucune compensation n'étant possible, sera-t-il inscrit à son crédit dans le compte de faillite ?

La réponse varie selon l'opinion qu'on se fait de la nature juridique de la couverture.

Si l'on estime qu'elle représente un paiement anticipé, le client acheteur se trouve avoir payé à l'avance, avant la déclaration de faillite, jusqu'à due concurrence de sa valeur en argent. Son solde est-il débiteur, une fois la défaillance de l'intermédiaire constatée ? Il ne sera plus tenu, que de la différence représentée par le prix de son dépôt et le montant de sa dette et ne figurera que pour ce chiffre à l'actif de la faillite.

Toute autre est la solution pour ceux, dont nous sommes qui voient en la couverture un nantissement. La première interprétation ne paraît pas, en effet, répondre à toutes les situations. Lorsque la couverture est fournie par un client vendeur, elle ne peut être considérée comme un paiement anticipé, car, ce que le donneur d'ordre doit à son intermédiaire, ce ne sont pas les titres déposés à titre de garantie, ce n'est pas davantage une somme d'argent, mais uniquement la chose vendue. Dans ce cas, la couverture n'est qu'une garantie donnée par lui, pour prémunir le dépositaire de son défaut de livraison. Le client est-il, au contraire, acheteur ? Une couverture en titres n'est encore pas un paiement, puisque c'est un prix qui est dû (1). Aussi y verrons-nous avec M. Thaller un gage portant tantôt sur des valeurs spécifiques restituables en nature, tantôt sur des choses fongibles, dont le dépositaire acquiert la propriété mais dont il doit restituer une égale quantité.

Survienne la faillite, en présence d'une couverture en titres, existant encore en nature dans les coffres du dépositaire, le client déposant peut la revendiquer, à condition que sa demande satisfasse aux conditions suivantes :

Le revendiquant doit prouver sa qualité de propriétaire ; à cet effet, il peut user de tous les moyens de preuve admis en matière commerciale, les livres de commerce du dépositaire, par exemple.

Ce n'est pas tout. Il lui faut encore démontrer l'identité existante entre les valeurs déposées et l'objet de sa revendication. L'article 575 ne vise que les marchandises, ce qui, dans un langage exact, désigne « les meubles corporels qui

(1) Bozérian *La Bourse*, 1, p. 340

sont des objets de commerce ». Mais comme le fait remarquer M. Percerou (1), cette interprétation restreindrait singulièrement la portée de ce texte. Par marchandises, il faut entendre également : titres au porteur, à charge dans ce cas au revendiquant d'individualiser et de spécialiser, dans sa demande en restitution, les titres déposés.

Cette dernière preuve ne peut évidemment être faite que si une troisième et dernière condition est remplie : l'existence en nature de la chose revendiquée entre les mains du failli. Le dépositaire a-t-il abusé du dépôt et a-t-il vendu les marchandises, le revendiquant ne perd pas de ce chef toute action. « L'acquéreur ne devient pas pour autant immédiatement propriétaire, puisqu'il tient ses droits *a non domino*. Il peut seulement selon les circonstances, se retrancher derrière l'article 2279 du Code Civil. Mais pour cela, il faut qu'il soit déjà entré en possession de bonne foi. S'il est de mauvaise foi, ou si étant de bonne foi, il n'a pas encore pris livraison, le déposant garde le droit de revendiquer contre lui les marchandises » (2).

Outre ces trois conditions, le revendiquant doit encore satisfaire aux exigences de l'art. 1948 du Code Civil (3); sinon le syndic du dépositaire, au lieu et place de ce dernier, lui opposerait victorieusement le droit de rétention sur la chose déposée.

La même solution doit-elle être admise dans le cas d'un gage ou d'un dépôt irrégulier, espèces ou billets de banque, par exemple ?

(1) Percerou op. cit. 171

(2) Percerou op. cit. p. 170

(3) Art. 1948 C. civ. Le dépositaire peut retenir le dépôt jusqu'à l'entier paiement de ce qui lui est dû à raison du dépôt.

Le dépositaire étant alors devenu débiteur *in genere* et non plus *in specie*, doit seulement représenter au déposant une égale quantité de ces mêmes choses fongibles. Ce dernier, n'étant pas propriétaire, ne peut revendiquer. Par contre, il lui sera loisible d'invoquer la compensation, car, il y a connexité, entre la couverture et les ordres donnés. « Dans l'esprit des parties, les sommes déposées sont affectées au règlement ultérieur des opérations que l'intermédiaire va conclure pour compte. Non seulement les deux choses sont corrélatives, mais il est plus exact de dire qu'il s'agit d'un tout indissoluble, et les motifs qui permettraient tout à l'heure aux deux marchés contraires de s'absorber l'un dans l'autre se représentent ici. » (1)

Il se pourrait toutefois que, d'après l'intention des parties, un dépôt de ce genre constituât un dépôt régulier. La revendication pourrait alors être recevable pourvu que la deuxième condition précédemment examinée — la preuve de l'identité de choses déposées — fut remplie. A cet effet, le mode de preuve sera laissé à la décision des tribunaux. Les juges pourront estimer suffisant le fait que les espèces confiées au failli étaient restées enfermées dans un sac portant une suscription au nom du déposant (Trib. civ. Seine, 11 novembre 1896, *Le Droit* du 20 octobre 1896) ou encore qu'il a été trouvé dans les caisses du failli des billets de banque portant un numéro d'ordre et de série identique à celui déclaré par le revendiquant (2).

(1) Thaller op. cit. p. 135.

(2) Percerou op.cit. p. 160.

Consignation de valeurs

Toute autre est la situation du revendiquant lorsque son action porte sur des marchandises consignées.

Si le commissionnaire, avant de tomber en faillite, les a régulièrement aliénées, comme son mandat le lui prescrivait, l'acquéreur est devenu, *ipso facto*, propriétaire (Art 1138 Code Civil) et aucune revendication du commettant n'est recevable.

Ce dernier n'a pourtant pas perdu tout espoir. Si le prix est encore dû par l'acquéreur, le Code de Commerce (article 575, aliéna 2), l'autorise à se le faire verser directement, sans que les autres créanciers du consignataire puissent concourir avec lui.

« Encore faut-il toutefois, pour qu'il y ait lieu à revendication du prix, que celui-ci ait gardé son individualité, et que la créance qui le représente subsiste dans le patrimoine du commissionnaire vendeur à l'état de créance distincte » (1), c'est-à-dire qu'elle réponde aux conditions de l'article 575 du Code de Commerce (2).

(1) Percerou op. cit. p. 474.

(2) C. de com. art. 575 § 2 « Pourra être revendiqué le prix ou la partie du prix des marchandises qui n'aura été ni payé, ni réglé en valeur, ni compensé en compte courant entre le failli et l'acheteur. »

CHAPITRE III. - De la situation d'un intermédiaire failli vis-à-vis de ses confrères. ⁽¹⁾

Il nous faut maintenant examiner quelle va être l'influence de la faillite sur les opérations de Bourse conclues par deux intermédiaires distincts représentant l'un l'acheteur, l'autre le vendeur? Nous étudierons tour à tour : la situation des clients du courtier failli vis-à-vis de sa contre-partie restée *in bonis*, la liquidation de confrère à confrère par l'intermédiaire de la Caisse Centrale.

Il peut arriver — le fonctionnement du marché de Londres le démontre surabondamment — que l'intermédiaire soit obligé, pour exécuter un ordre reçu, de s'adresser spécialement à un confrère qui ait le monopole des transactions sur telle ou telle devise. Cet intermédiaire succombe avant l'échéance du terme. Ses clients pourront-ils, quand ils sauront que leurs marchés ont été traités par un mandataire substitué resté solvable, demander à exercer, par préférence à leur agent, l'action ayant trait à leurs négociations.

L'article 1994, 2^e alinéa, du Code Civil, fournit une réponse affirmative : « Le mandant, dispose ce texte, peut

(1) Nous supposons, au cours de ce chapitre et du suivant que la faillite survient avant l'enregistrement des contrats par la Caisse, car il est évident que, cette formalité remplie, l'intervention de la Caisse rend inopérants les effets de la défaillance de l'intermédiaire sur l'exécution du marché.

agir directement contre la personne que le mandataire s'est substitué. »

Le donneur d'ordre ne s'en trouvera pas moins aux prises avec les difficultés suivantes.

Le substitué a traité avec le mandataire originaire sous la foi du crédit personnel de ce dernier et sans connaître le mandant ; il ne saurait par suite être privé des exceptions qui sont nées en sa faveur du chef de substituant. Il pourra donc invoquer à titre libératoire toute compensation qui sera intervenue entre son confrère failli et lui-même, à une époque antérieure à la période suspecte.

En admettant même qu'aucune exception n'intervienne dans les rapports entre le commissionnaire et sous-commissionnaire, le donneur d'ordre devra, pour faire triompher ses prétentions, pouvoir individualiser son opération et la faire ressortir de l'ensemble des transactions traitées par le failli. Pratiquement, ce sera là un travail irréalisable.

« Le plus souvent, les deux intermédiaires auront travaillé en compte-courant ; c'est donc un solde que les clients de l'agence faillie se disputeront, un solde généralement inférieur à leurs créances, dans lequel tous leurs marchés se seront fondus, sans qu'ils arrivent à faire la part du mien et du tien. Par où l'on voit, qu'en fait sinon en droit, l'action directe sera sans profit. » (1).

Mais ce qui n'est pas praticable pour le client, présente-t-il la même impossibilité matérielle en ce qui concerne le mandataire ? En d'autres termes, le courtier failli sera-t-il recevable à renvoyer ses donneur d'ordre créanciers à se

(1) Thaller, op. cit. p. 185

pourvoir auprès du confrère qu'il s'est substitué pour l'exécution des ordres reçus ?

Pareille procédure lui sera ouverte, si les deux conditions précédemment indiquées — spécialisation des marchés et absence de compensation — se trouvent réalisées, mais il ne semble pas qu'il doive en retirer quelque avantage. Son procédé se retournera contre lui. Son confrère *in bonis* lui opposera un même langage, du chef des opérations qui le constituent créancier à son égard. Il se débarrassera évidemment de ses créanciers, mais il risque d'en voir apparaître de plus pressants. Rien ne prouve que l'échange lui soit favorable ; aussi semble-t-il plus conforme à ses intérêts qu'il s'abstienne d'une pratique aussi chanceuse.

Le failli ne pourra pas, d'ailleurs, régler, comme il l'entend, sa liquidation vis-à-vis de ses autres confrères ; il sera obligé de se soumettre aux prescriptions de l'association dont il est membre ou dont il a agréé le règlement, tout en n'en faisant pas partie. « Toute association a ses statuts. Quiconque entre dans la confrérie adhère à la charte d'institution, s'incline devant les délibérations collectives. Si l'autorité n'a pas homologué ces statuts, ils n'ont pas la forme d'une loi ou d'un acte administratif ; mais du moins faut-il reconnaître que dans l'intérieur du syndicat, entre parties, les règlements en question doivent être observés ; ils valent à titre de convention et, à la seule condition de ne pas transgresser les dispositions d'ordre public, ils engagent tous les membres de l'association. » (1).

Prenons le règlement du Syndicat des Banquiers en valeurs près la Bourse de Paris et raisonnons par analogie :

(1) Thaller op. cit. p. 190.

L'article 43, qui nous intéresse, est ainsi conçu :

« En cas de défaillance d'un adhérent, la Chambre Syndicale avise immédiatement tous les membres du Marché.

« Les affaires engagées par ceux-ci sont liquidées, au cours moyen, à terme ou au comptant, de la Bourse du jour où l'avis de défaillance a été donné... »

Ce texte décide donc que, dans les relations de confrère à confrère, au lieu d'attendre l'échéance régulière du terme, il sera procédé à une liquidation immédiate. Cette-ci ne s'effectuera pas en nature ou en espèces, par livraison de titres ou paiement de prix, mais par compensation.

Chaque marché sera comparé aux cours cotés le jour où la défaillance de l'intermédiaire sera officiellement publiée et ne figurera plus que pour une différence au compte de faillite.

Pareille disposition est à la fois favorable au failli et aux autres membres engagés avec lui.

Le failli qui doit sa ruine à un mouvement de baisse, par exemple, ne peut que se féliciter d'avoir été compensé sur des cours entamés par la crise alors qu'une attente de quelques jours aurait, avec la débâcle persistante de la cote, empiré son état et lui aurait enlevé tout espoir de relèvement.

De leur côté, ses confrères *in bonis* vont pouvoir faire face à leurs échéances respectives. La défaillance de leur collègue risque de les mettre à découvert vis-à-vis de leurs commettants ; pour abriter leur responsabilité, ils doivent trouver une autre contre-partie qui leur permette de renouer le marché originaire et d'exécuter les ordres reçus. Semblable remplacement serait impossible, si leur situation n'était apurée par la résiliation des marchés primitifs. Pour éviter toute

contestation, le règlement y pourvoit par voie d'autorité. Tel est le sens de l'article 43.

Ayant ainsi répondu envers ses clients des anciens cours, le courtier, qui s'est substitué une nouvelle contre-partie, a pu éprouver de ce chef un préjudice. Il sera recevable à se faire inscrire pour une somme équivalente au passif de la faillite : « La compensation sur le cours du jour de la cessation des paiements n'a pas d'autre signification. » «1».

(1) Thaller op. cit. p. 193.

CHAPITRE IV. - De la faillite de tous les intermédiaires.

Si invraisemblable que paraisse cette supposition, elle ne mérite pas moins de retenir notre attention. Les règlements sont muets à cet égard, et bien qu'un parquet de province ait offert, il n'y a pas encore bien longtemps, un exemple de ce genre, pareille situation ne semble pas avoir été prévue par les intéressés. Aussi nous a-t-il paru utile de lui consacrer quelques lignes.

Faut-il décider, en premier lieu, qu'on maintiendra les dispositions de l'article 43 précédemment cité et que tous les marchés devront être liquidés sur les cours cotés le jour de la publication de la faillite ?

Il ne le semble pas. Toute convention doit être interprétée d'après la commune intention des parties et non pas d'après le sens littéral des termes (art. 1156 Code Civil). En l'occurrence, il est évident que le rédacteur du texte syndical n'a pas eu en vue la faillite globale de toute la confrérie : mais qu'il s'est uniquement occupé d'une défaillance individuelle. Il s'est trouvé que la mesure prise fut favorable au failli ; mais ce n'était là qu'une conséquence accessoire ; le but poursuivi et atteint était de protéger les agences restées *in bonis*, en leur facilitant le remplacement de leurs contreparties et en leur permettant de déterminer le solde à produire dans la faillite de l'office malheureux. Tant que la débâcle n'est pas générale, ce texte trouve son application lo

gique. Mais si aucun des intermédiaires ne résiste à la crise, il n'est plus possible de parler d'anticipation et le maintien d'une pareille clause serait véritablement dénuée de sens.

Semblable solution est peut-être rationnelle, dira-t-on, mais elle ne paraît pas conforme aux intérêts des clients. La fermeture du marché, conséquence probable de la faillite générale des intermédiaires, vient renverser les prévisions des spéculateurs et leur empêche de limiter leur perte par le jeu de la contre-opération. Qui plus est, comment éprouver les marchés litigieux à un cours autre que celui coté le dernier jour d'ouverture de la Bourse, puisque la clôture du marché entraîne *ipso facto* la suppression de toute transaction ultérieure ?

La Cour de Lyon, dans un arrêt du 26 juillet 1882 (1), a parfaitement répondu à la première de ces objections : « Attendu qu'un marché à terme n'est point conditionnel, qu'il faut se garder de confondre le motif qui a pu déterminer l'acheteur à contracter avec la cause de son obligation, que la cause est la prestation imposée à l'une des parties en faveur de l'autre... »

Le contrat primitif renferme en soi la cause de l'engagement du spéculateur : quels que soient les événements ultérieurs, il sera valable et le terme dont il est affecté devra être respecté. En ce qui concerne le client, la fermeture du marché peut détruire une espérance, mais non léser un droit.

D'ailleurs, et — nous répondons ainsi à la deuxième question — n'aurait-il pu se délier avant l'échéance, si tel eût été vraiment son désir ? Cette contre-opération, dont il reproche à la fermeture de la Bourse de lui avoir interdit l'exécution, il

(1) Thaller op. cit. p. 203.

pouvait la réaliser sur une autre place. Si la devise traitée jouit d'un marché très limité et qu'aucune cotation n'ait été inscrite avant l'échéance du terme, il lui était loisible de faire avec un établissement de crédit ce que le marché officiel lui refusait. Dans tous les cas, il devait être facile de trouver un élément d'appréciation qui lui permit de défaire l'opération litigieuse. Il semble donc que seule sa négligence et non la fermeture du marché soit susceptible de lui causer quelque préjudice. Aussi, avec M. Thaller, pensons-nous « qu'en cas de faillite collective des intermédiaires, il faut courber tous les marchés non encore échus sous les cours du jour de l'échéance postérieure à la faillite, tant entre intermédiaires et clients que dans les rapports des intermédiaires entre eux » (1).

Le terme est arrivé : la compensation des différents marchés fait ressortir une différence active ou passive entre les agences. Comment ce solde pourra-t-il être établi et quelle procédure permettra aux intéressés d'arriver à une liquidation définitive ?

Une première solution consisterait à aboucher directement les clients avec les agences qui ont exécuté le marché. Chaque intermédiaire relierait son donneur d'ordre vendeur à son confrère acheteur et n'accepterait pas qu'il produise à sa faillite. Toute désirable que puisse être cette manière d'opérer en raison de sa simplicité et de sa rapidité, elle ne paraît guère praticable. Là encore — comme nous l'avons déjà constaté dans les rapports du sous-commissionnaire avec le commissionnaire failli — on se heurte à une impossibilité de fait : la difficulté d'individualiser chaque marché.

(1) Thaller *op. cit.* p. 205.

C'est là un obstacle suffisant pour que nous donnions la préférence à la combinaison suivante.

Chaque établissement garderait sa personnalité distincte et procéderait, pour son propre compte, à la liquidation des marchés passés avec les autres charges. Le bilan ainsi dressé ferait ressortir autant de soldes qu'il y a de confrères engagés avec la maison dont il résume les opérations ; suivant que chaque solde se traduirait par un débit ou un crédit. l'agence produirait dans la faillite de la contre-partie ou l'admettrait, au contraire, dans sa propre faillite.

Que devient, dans cette hypothèse, le Syndicat envisagé comme organe de réglementation et de régularisation du marché ?

Il faut répondre que son action doit disparaître. La faillite du mandataire ou du mandant mettant de plein droit fin au mandat (art. 2003 du Code Civil), la fermeture des agences dessaisit de ses fonctions le Conseil dirigeant de la Caisse.

« Convoquer les intermédiaires, pour qu'ils nomment de nouveaux délégués au scrutin serait ni logique, ni sage. Faillis eux-mêmes, comment espérer dans leur vote cette clairvoyance dont ils n'ont pas su faire preuve dans la gestion de leurs charges ? Comment trouver parmi eux un individu capable régler les intérêts pécuniaires du Syndicat, quand nul n'est en mesure de régler les siens ? » (1).

La justice doit, dans ces conditions, se substituer à l'assemblée, et il appartient au Tribunal de Commerce de désigner un mandataire qui représentera désormais le Syndicat dans les instances où il sera partie.

(1) Thaller op. cit. p. 221.

CONCLUSION

Avant de clore cette étude, il nous faut tenir la promesse faite au cours d'un de ces chapitres et rechercher quels sont les moyens d'action dont dispose le législateur pour réprimer les effets funestes de l'agiotage.

La première mesure qu'il peut être tenté d'appliquer consiste à édicter la nullité civile de tout marché à terme. Il est impossible, dirait-il, de reconnaître exactement les opérations sérieuses de celles qui ne le sont pas ; l'intérêt général exigeant la suppression des marchés fictifs, la seule possibilité de les atteindre est de supprimer cette modalité de contrats, sans s'attacher à fixer la nature de chacun d'eux.

Semblable raisonnement, qui n'est heureusement qu'une hypothèse, serait une faute au point de vue législatif. Son application serait à la fois vaine et dangereuse : Vaine, car l'expérience a prouvé que la prohibition d'une forme juridique ne réussissait pas à détourner les individus de la poursuite d'un fin économique désirée ; dangereuse, parce qu'elle ressemblerait au remède qui consiste à tuer un homme valide pour guérir un malade. Les catastrophes de chemin de fer, les accidents d'automobiles, les chutes d'aéroplanes défrayent quotidiennement la chronique des journaux ; et pour-

tant, il ne vient à l'idée de personne de demander la suppression des chemins de fer, de refuser l'accès des routes aux automobiles, de remettre définitivement les aéroplanes dans leurs hangars ou de rayer du Code de Commerce le contrat de transport. Si dangereux que soient les agents de la locomotion moderne, on ne songe pas à les supprimer mais à les perfectionner. Ce qui est valable pour la circulation des personnes s'impose avec la même force, pour la circulation des capitaux et pour les organismes qui sont chargés d'en faciliter le déplacement. Aussi ne persisterons-nous pas davantage sur ce terrain et rechercherons-nous ailleurs la solution du problème.

Deux catégories de réformes se présentent alors simultanément : la première consiste à punir le délinquant, c'est le système répressif ; la seconde estime préférable d'empêcher l'accomplissement de l'acte prohibé, c'est le système préventif.

Dans la première conception, l'Etat intervient directement par voie d'autorité et établit une série de dispositions pénales concernant le fait incriminé. Les lois allemandes des 22 juin 1891 et 8 mai 1908 fournissent l'exemple d'un semblable effort. Elles prévoient deux genres de peines : les unes administratives, les autres pénales. Les premières atteignant ceux qui concluent sciemment un marché à terme prohibé sur céréales et produits de meunerie, comportent une amende de 1.000 mark, à la requête de la commission locale. Les deuxièmes sont plus graves : elles frappent tout contrevenant de la prison et relèvent par suite des tribunaux de droit commun. Elles concernent celui qui, dans une intention dolosive, cherche à influencer les cours des marchan-

dises ou produits, insère dans un prospectus d'émission des renseignements inexacts tendant au même but ou incite habituellement aux spéculations de Bourse des non professionnels, afin d'exploiter leur inexpérience.

Le succès n'a pas été celui qu'on avait escompté. La spéculation se réfugia sur le marché au comptant ou bien se confia aux mains d'intermédiaires plus ou moins honnêtes qui rançonnèrent sans scrupules leurs malheureux clients. Là encore, le but ne fut pas atteint.

Plus récentes, mais d'une portée aussi douteuse, sont les mesures prises par le Reich en vue d'envisager la spéculation sur le mark. Le 12 octobre dernier, le *Journal Officiel d'Empire*, paru sous le n° 1296, a promulgué une ordonnance présidentielle qui impose au commerce des devises une sévère réglementation.

Voici la traduction des passages qui nous intéressent :

« 1° L'achat de devises par des particuliers ne peut être effectué qu'avec la permission des offices de contrôle compétents ; exception est faite toutefois pour la Banque d'Empire, les banques, instituts et associations inscrits au registre du commerce ;

« 2° Les opérations sur les devises étrangères par les établissements autorisés ne peuvent avoir lieu que si la personnalité du donneur d'ordres leur est connue ;

« 3° Les donneurs d'ordres doivent présenter une déclaration détaillée sur leur personnalité et la nature de l'opération à réaliser.

« Ces déclarations seront examinées par des offices de contrôle qui devront vérifier si les opérations proposées répondent à des obligations commerciales, à savoir :

« a) Paiement d'importations ou de frais en résultant (transport, assurance, commissions);

« b) Paiement d'obligations devant être nécessairement acquittées en monnaie étrangère.

« Ces offices devront contrôler l'affectation des devises aux achats indiqués;

« 4° En cas de fausse déclaration, l'Office retirera au donneur d'ordres le droit d'opérer sans autorisation préalable. Les banquiers coupables de complaisance ou de négligence subiront des amendes allant jusqu'à 100.000 marks.

« Les peines prévues pour non-observation de la loi pourront atteindre trois ans de prison. Toute préméditation frauduleuse entraînera la confiscation des devises traitées. »

La nouveauté d'application de ces dispositions, arrachées à la passivité allemande par les représentations alliées, ne permet pas d'en juger sainement le résultat; mais la dépréciation constante du mark semble être, pour l'avenir, la meilleure illustration de leur insuffisance.

Tout en étant moins brutale que la législation allemande, la loi française s'est aussi efforcée d'entraver les manœuvres des spéculateurs. Cette tentative fut réalisée pendant la guerre, à l'époque où les oscillations du change commençaient à augmenter le nombre des opérateurs sur devises. La loi du 1^{er} août 1917 (1) créa le répertoire des changes et en rendit la tenue obligatoire pour tous ceux qui font commerce de devises étrangères; une deuxième loi du 3 avril 1918 (2) renforça les dispositions de la précédente en interdisant l'exportation des capitaux et punit les délinquants d'une amende

(1) J.O. 2 août 1917.

(2) J.O. 4 avril 1918.

inférieure ou égale à 25 0/0 du montant de la somme dont l'exportation aura été réalisée ou tentée; en cas de récidive, la quotité de l'amende était doublée. A toutes ces infractions, les dispositions de l'art. 463 du Code Pénal étaient applicables (art. 9).

Un Comité de Contrôle de l'exportation des capitaux, institué par l'arrêté ministériel du 11 mars 1920 et composé de fonctionnaires du ministère des Finances et des Affaires étrangères, eut pour objet :

- a) D'étudier, accepter ou rejeter les demandes de dérogation à la loi du 3 avril 1918;
- b) De rechercher et instruire les infractions commises aux deux lois précitées.

Sa tâche est facilitée par le concours que lui apporte le personnel des administrations de l'enregistrement, des contributions directes et des douanes. Les procès-verbaux dressés par les agents de ces différents services sont soumis à son examen; après discussion une des trois solutions suivantes est proposée au ministre des Finances.

Abandonner l'affaire, transiger, porter plainte au parquet.

Quels ont été les résultats de cet effort législatif? Les chiffres obligent à reconnaître que leur importance est minime. D'après le rapport de M. Duboin (1), le nombre des infractions aux lois de 1917 et 1918, relevées du 1^{er} mars 1921 au 1^{er} août 1922 et terminées par une transaction s'élève à 264 et les sommes recouvrées à fr. 485.017. Dans la même période, l'Administration des douanes, en exécution de la loi de 1918 prohibant la sortie des instruments monétaires, régla admi-

(1) La spéculation sur les changes. Extrait du rapport déposé à la Ch. des Dép. par M. Duboin p. 13

nistrativement 1704 infractions à la loi indiquée, ayant trait à un total de 9.153.670 francs.

Pour l'honorable député, l'inefficacité de ces dispositions réside dans l'insuffisance de la répression et la faiblesse du contrôle institué par la loi d'avril 1918. « Le parquet de la Seine, qui cependant possède une section financière, a déclaré à la Commission des Spéculations (formée au sein du Comité de Contrôle de l'exportation des capitaux), qu'aucune poursuite n'a jamais été engagée pour spéculation illicite en matière de change ; que les quelques affaires concernant des infractions à la loi sur l'exportation des capitaux, examinées à la demande du ministère des Finances, ont été classées à la suite de transactions régulières ; qu'il n'a jamais eu connaissance des ventes de devises étrangères... Rien, si ce n'est la rumeur publique, ne peut le mettre sur la trace d'opérations délictueuses. » (2).

Pour faire cesser cette situation, M. Duboin propose les mesures suivantes :

a) Augmenter le nombre des inspecteurs chargés de vérifier les répertoires de change, de manière à constater si les opérations sont régulières et légitimes ;

b) Supprimer la cloison étanche séparant l'Administration du Timbre de la Direction du Mouvement Général des Fonds, afin de faciliter à ce dernier service la connaissance des titres étrangers timbrés au comptant ;

c) Rendre plus stricte la loi du 3 avril 1918 et prolonger *sine die* l'interdiction qu'elle édicte ;

d) Créer un marché à terme des changes pour éliminer toutes les transactions plus ou moins occultes qui se con-

(2) Duboin. op. cit. p. 17.

cluent en dehors de la Bourse et qui ont pour résultat de fausser le cours officiel.

Faisant nôtre la dernière de ces suggestions, nous allons examiner comment l'idée du distingué Rapporteur pourrait être réalisée pratiquement et quel obstacle préventif sa mise en œuvre apporterait à la spéculation.

Il ne saurait être question, en cette matière, de recourir à l'action du législateur. La distinction à faire entre les marchés sérieux et fictifs, pour accepter ceux-là et refuser ceux-ci, étant une solution d'espèce, les dispositions générales de la loi seraient insuffisantes. Il faut confier le soin d'établir ce critérium à un organisme dont la compétence de ses membres et les conditions de son fonctionnement laissent espérer le minimum d'erreurs : à la future Caisse de liquidation du marché parisien, par exemple. Au courant des hausses et des baisses saisonnières dûes aux achats ou aux ventes de l'industrie, ayant toute facilité pour se renseigner, par le canal des intermédiaires qu'elle a agréés, sur la position sociale de ses clients, il semble qu'elle doive pouvoir distinguer assez aisément les demandes factices et juger si un règlement différentiel est le résultat de la force majeure ou de l'intention fermement arrêtée du donneur d'ordre. C'est là le procédé suivi par les boursiers du marché de Londres, et si l'on en juge par les lamentations de M. Keynes, le moyen est efficace pour entraver la spéculation.

Réussirait-il en France ? Théoriquement on ne voit pas de bonne raison à ce qu'il n'en soit pas de même qu'en Angleterre ; mais la pratique, croyons-nous, se chargerait d'en diminuer la portée. A Londres, cette revue est passée par les intermédiaires, c'est-à-dire par un nombre considérable

de gens ; à Paris, ce service serait centralisé entre les mains d'un seul organe : la Caisse, et il est naturel de penser que sa constitution ne lui permettra pas d'apporter à ce travail d'examen toute l'attention et tout le temps désirables.

Aussi faudra-t-il, à notre avis, se résigner à laisser la spéculation se glisser parmi les marchés sérieux et alimenter les controverses futures des économistes avec la même vigueur qu'elle a nourri leurs discussions passées. Tour à tour, ses détracteurs pourront encore la dénoncer comme coupable des crises financières et ses partisans la ranger parmi les plus bienfaisantes lois économiques. Ce programme ne paraît pas devoir être réalisé avant longtemps : autoriser les marchés à terme, prohiber la spéculation. Pour nous, qui sommes également convaincus de ses défauts et de ses qualités, sans vouloir rechercher davantage un monde meilleur que l'expérience nous révélerait peut-être pire, nous nous contenterons de la reconnaître pour un mal certes, mais un mal nécessaire, qu'il faut bien accepter puisqu'on ne peut l'éviter.

Vu : *Le Doyen*,
H. BERTHELEMY.

Vu : *Le Président*,
J. PERCEROU.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
APPELL.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GÉNÉRAUX

- COLIN et CAPITANT : Cours Elém. de Droit civil français.
- Éd. 1921.
- COLSON : Cours d'Économie politique. - Éd. 1916.
- DALLOZ : Recueil Périodique.
- GIDE : Cours d'Économie politique. - Éd. 1920.
- LYON-CAEN et RENAULT : Manuel de Droit commercial. -
Éd. 1913.
- SIREY : Recueil Général des lois et arrêts.
- THALLER et PERCEROU : Traité Élém. de Droit commercial.
- éd. 1916.
- TRUCHY : Cours d'Économie Politique. — Éd. 1921.
- WAHL (Alb.) : Précis théorique et pratique de Droit
commercial. - Éd. 1922.
-

OUVRAGES SPÉCIAUX

- ALLIX : Des reports dans les bourses de valeurs. —
Thèse, Paris 1900.
- ARNAUNÉ : Monnaie, crédit et change. - Éd. 1906.
- BADON-PASCAL : Les marchés à terme. - Éd. 1895.
- BUCHÈRE : Traité des opérations de la bourse. - Éd. 1892.
- CLARE : A money-market Primer and Key to the Exchanges. - Éd. 1903.

- COURCELLE-SENEUIL : Les opérations de banque. - Éd. 1899.
- COURTOIS : Des opérations de bourse. - Éd. 1888.
- DUBOIN : La spéculation sur les changes. - Éd. 1923.
- GREGORY : Foreign Exchange before, during and after the war. - Éd. 1922 (chez Humphrey Milford, Oxford University Press.)
- GUILLARD : Opérations de Bourse. - Éd. 1877.
- GUYOT : La Réforme des Bourses allemandes. - Thèse Dijon 1907.
- HARTLEY WITHERS : The meaning of money. - Éd. 1919.
- JEANNOT-BOZÉRIAN : La Bourse, ses opérateurs et ses opérations. - Éd. 1859.
- Manchester Guardian Commercial. - N° du 20 avril 1922 : Reconstruction in Europe.
- MOLLOT : Des bourses de commerce. - Éd. 1853.
- PERCEROU : Des faillites et banqueroutes et liquidations judiciaires. - Éd. 1907.
- PROUDHON : Manuel du Spéculateur à la Bourse. - Éd. 1857.
- Revue Économique Internationale. - Année 1920.
- Semaine de la Monnaie : La Politique financière et monétaire de la France (6-11 Juin 1922).
- THALLER : De la faillite des agents de change. - Éd. 1883.
-

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

PREMIÈRE PARTIE

Des Marchés à terme au point de vue économique

TITRE I

La question des marchés à terme sur devises étrangères

CHAPITRE I	: Des marchés à terme	10
«	II : La formation et la variation des prix dans les marchés à terme.....	20
«	III : La fonction économique des marchés à terme....	32

TITRE II

L'organisation et le fonctionnement des marchés à terme sur diverses places

CHAPITRE I	: La caisse internationale d'Anvers	42
»	II : Le Marché de Londres	52
»	III : La Place de Paris.....	58

DEUXIÈME PARTIE

Des marchés à terme au point de vue juridique

TITRE I

De la légalité des Marchés à terme

CHAPITRE I	: Arrêts de l'ancienne monarchie.....	68
»	II : Législation de la période révolutionnaire	74
»	III : Législation actuelle.....	78
	SECTION I : Étude de la doctrine	80
	» II : Étude de la jurisprudence	88
	» III : La loi du 28 Mars 1885	99

TITRE II

Des effets de la faillite du client ou de l'intermédiaire sur les marchés à terme

CHAPITRE I :	De la situation de l'intermédiaire en cas de faillite de son client.....	115
»	II : De la situation du donneur d'ordres en cas de faillite de l'intermédiaire.....	125
	SECTION I : Règlement des marchés de différences	
»	II : Revendication de valeurs déposées ou consignées	127
»	III : De la situation d'un intermédiaire failli vis à vis de ses confrères	133
»	IV : De la faillite de tous les intermédiaires	138

CONCLUSION.

